

# **Finanzierung von Familienunternehmen mit privat platziertem Fremdkapital**

V&R Academic

# Wittener Schriften zu Familienunternehmen

Band 18

Herausgegeben von

Arist von Schlippe und Tom Rösen

im Wittener Institut für Familienunternehmen (WIFU)

an der Universität Witten / Herdecke



Marius Renner

# **Finanzierung von Familienunternehmen mit privat platziertem Fremdkapital**

Mit 20 Abbildungen

**V&R unipress**

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.

ISSN 2198-526X

ISBN 978-3-8471-0566-4

Weitere Ausgaben und Online-Angebote sind erhältlich unter: [www.v-r.de](http://www.v-r.de)

© 2016, V&R unipress GmbH, Robert-Bosch-Breite 6, D-37079 Göttingen / [www.v-r.de](http://www.v-r.de)

Dieses Werk ist als Open-Access-Publikation im Sinne der Creative-Commons-Lizenz

BY-NC International 4.0 (»Namensnennung – Nicht kommerziell«) unter dem

DOI 10.14220/9783737005661 abzurufen.

Um eine Kopie dieser Lizenz zu sehen, besuchen Sie <http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>.

Jede Verwertung in anderen als den durch diese Lizenz zugelassenen Fällen bedarf der vorherigen schriftlichen Einwilligung des Verlages.

---

# Inhalt

Geleitwort . . . . .	9
Vorwort . . . . .	13
Abkürzungsverzeichnis . . . . .	15
Abbildungsverzeichnis . . . . .	17
Tabellenverzeichnis . . . . .	19
1 Problemstellung und Zielsetzung . . . . .	21
1.1 Problemstellung . . . . .	21
1.2 Gang der Untersuchung . . . . .	25
2 Familienunternehmen . . . . .	29
2.1 Begriffsbestimmung Familienunternehmen . . . . .	29
2.1.1 Bestehende Definitionen von Familienunternehmen . . . . .	29
2.1.2 Definition von Familienunternehmen in der vorliegenden Forschungsarbeit . . . . .	32
2.1.3 Abgrenzung von Familienunternehmen vom Mittelstandsbegriff . . . . .	33
2.2 Bedeutung von Familienunternehmen in Deutschland . . . . .	34
2.3 Besonderheiten des Typus Familienunternehmen . . . . .	37
2.3.1 Eigenschaften von Familienunternehmen . . . . .	42
2.3.1.1 Langfristorientierung . . . . .	42
2.3.1.2 Kontrollerhalt . . . . .	43
2.3.1.3 Risikoaversion . . . . .	45
2.3.1.4 Verschwiegenheit . . . . .	47
2.3.2 Theoretische Ansätze zur Erklärung der Besonderheiten von Familienunternehmen . . . . .	48

2.3.2.1 Agency-Theorie . . . . .	48
2.3.2.2 Stewardship-Theorie . . . . .	51
2.3.2.3 Agency- vs. Stewardship-Theorie in Familienunternehmen . . . . .	52
2.3.2.4 Socioemotional Wealth . . . . .	54
3 Finanzierung von Familienunternehmen . . . . .	59
3.1 Aktuelle Finanzierungssituation von Familienunternehmen in Deutschland . . . . .	59
3.2 Finanzierungsmöglichkeiten für Familienunternehmen . . . . .	62
3.2.1 Private Equity . . . . .	62
3.2.2 Mezzaninkapital . . . . .	64
3.2.2.1 Genussrechtskapital . . . . .	64
3.2.2.2 Stille Gesellschaft . . . . .	65
3.2.2.3 Nachrangdarlehen . . . . .	66
3.2.3 Kreditsubstitute . . . . .	67
3.2.3.1 Leasing . . . . .	67
3.2.3.2 Factoring . . . . .	69
3.2.3.3 Asset Backed Securities . . . . .	69
3.3 Finanzierungstheorien . . . . .	72
3.3.1 Neoklassische Finanzierungstheorien . . . . .	73
3.3.1.1 Irrelevanztheorem nach Modigliani/Miller (1958) . . . . .	73
3.3.1.2 Statische Trade-Off-Theorie . . . . .	74
3.3.2 Neoinstitutionelle Finanzierungstheorien . . . . .	76
3.3.2.1 Agency-theoretisches Kapitalstrukturmodell nach Jensen/Meckling (1976) . . . . .	76
3.3.2.2 Kapitalstrukturorientierte Verfügungsrechtetheorie . . . . .	78
3.3.2.3 Signalling-Theorie . . . . .	79
3.3.2.4 Pecking-Order-Theorie . . . . .	80
3.3.3 Anwendbarkeit der Finanzierungstheorien auf Familienunternehmen . . . . .	82
4 Privat platziertes Fremdkapital . . . . .	85
4.1 Entwicklung einer Definition von privat platziertem Fremdkapital . . . . .	85
4.1.1 Grundlagen der Finanzierung . . . . .	85
4.1.2 Exkurs: Rating . . . . .	88
4.1.3 Bestehende Definitionen – »Private Debt« von Achleitner/Wahl (2004) . . . . .	91
4.1.4 Entwicklung der Forschungsarbeit zugrunde liegenden Definition . . . . .	92
4.1.5 Exkurs: Öffentliches vs. nicht-öffentliches Angebot . . . . .	94

4.2	Schuldscheindarlehen . . . . .	97
4.2.1	Geschichte des Schuldscheindarlehens . . . . .	97
4.2.2	Markt für Schuldscheindarlehen in Deutschland . . . . .	98
4.2.3	Instrumentenbeschreibung . . . . .	101
4.2.4	Besicherung . . . . .	103
4.2.5	Anforderungen verschiedener Investorengruppen . . . . .	104
4.2.5.1	Deutsche Banken . . . . .	104
4.2.5.2	Deutsche Versicherungsgesellschaften . . . . .	105
4.2.5.3	Deutsche Kapitalanlagegesellschaften . . . . .	106
4.2.6	Begebungsprozess von Schuldscheindarlehen . . . . .	107
4.2.7	Ausgestaltungsmöglichkeiten . . . . .	109
4.3	Privat platzierte Unternehmensanleihen . . . . .	111
4.3.1	Geschichte der Anleihe . . . . .	111
4.3.2	Markt für Anleihen in Deutschland . . . . .	112
4.3.3	Instrumentenbeschreibung . . . . .	114
4.3.4	Besicherung . . . . .	116
4.3.5	Begebungsprozess von Anleihen . . . . .	117
4.3.6	Ausgestaltungsmöglichkeiten . . . . .	117
4.3.7	Sonderform der Privatplatzierung – US Private Placement . . . . .	118
4.3.7.1	Markt für US Private Placements . . . . .	118
4.3.7.2	Instrumentenbeschreibung . . . . .	119
4.3.7.3	Begebungsprozess US Private Placement . . . . .	121
4.4	Zusammenführung der Forschungsfelder Familienunternehmen, Finanzierung und privat platziertes Fremdkapital . . . . .	123
4.4.1	Stand der Forschung zur Finanzierung von Familienunternehmen mit privat platziertem Fremdkapital . . . . .	123
4.4.2	Erweiterung um Erkenntnisse aus artverwandter Forschung . . . . .	124
4.4.3	Zwischenfazit: Bisherige Erkenntnisse und Vorüberlegungen zur empirischen Untersuchung . . . . .	127
5	Empirische Untersuchung . . . . .	133
5.1	Qualitative vs. quantitative Forschung . . . . .	133
5.2	Induktiver Untersuchungsansatz . . . . .	134
5.3	Fallstudien als Forschungsmethode . . . . .	136
5.3.1	Datenerhebung . . . . .	140
5.3.1.1	Primärdaten . . . . .	140
5.3.1.2	Sekundärdaten . . . . .	142
5.3.1.3	Auswahl der Fallstudienpartner . . . . .	142
5.3.2	Datenauswertung . . . . .	144
5.3.3	Qualitätssicherung . . . . .	147

6 Ergebnisse der empirischen Untersuchung und Diskussion . . . . .	149
6.1 Finanzierungshintergrund . . . . .	150
6.2 Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital . . . . .	154
6.2.1 Motivation . . . . .	154
6.2.2 Einfluss der Familie . . . . .	159
6.2.3 Profil der Finanzverantwortlichen . . . . .	160
6.2.4 Voraussetzungen für eine erfolgreiche Platzierung . . . . .	161
6.2.5 Herausforderungen . . . . .	164
6.2.6 Risiken . . . . .	165
6.2.7 Folgen . . . . .	168
6.3 Bewertung und Vergleich . . . . .	170
6.3.1 Bewertung und Vergleich privat platzierter Fremdkapitalinstrumente . . . . .	170
6.3.2 Präferenz von Finanzierungsinstrumenten . . . . .	173
6.4 Würdigung bestehender Finanzierungstheorien . . . . .	174
7 Fazit und Ausblick . . . . .	181
7.1 Zusammenfassung der Ergebnisse . . . . .	181
7.2 Empfehlungen an andere Familienunternehmen . . . . .	182
7.2.1 Handlungsempfehlungen von Familienunternehmen . . . . .	182
7.2.2 Handlungsempfehlungen des Verfassers . . . . .	184
7.3 Limitationen . . . . .	185
7.4 Ausblick . . . . .	186
Anhang I: Interviewleitfaden . . . . .	189
Anhang II: Darstellung der Unternehmensfallstudien . . . . .	193
Mechatronik GmbH . . . . .	193
Zuliefer GmbH . . . . .	200
Metallverarbeitungs-AG . . . . .	205
Maschinenbau GmbH . . . . .	215
Messer Group GmbH . . . . .	222
Bildungs-AG . . . . .	229
BUTLERS GmbH & Co. KG . . . . .	237
Literatur- und Quellenverzeichnis . . . . .	245

---

## Geleitwort

Der überwiegende Teil familiengeführter Unternehmen konnte in der Vergangenheit auf tradierte, vielfach in der Praxis bewährte Finanzierungsgewohnheiten zurückgreifen. So liegt etwa die angestammte Präferenz für das konsequente Ausschöpfen der Möglichkeiten einer Binnenfinanzierung gleichsam in der DNA dieses Unternehmenstyps. Gewinne werden, soweit es geht, thesauriert und wenn notwendig durch Gesellschafterdarlehen ergänzt. Dieses Grundmuster der Finanzierung aus eigener Kraft wird auf der Seite des Fremdkapitals durch das Instrument des klassischen Bankkredits komplettiert, soweit dies – bedingt durch spezifische Investitionserfordernisse – für die Entwicklung des Unternehmens notwendig ist. Das klassische Hausbankprinzip und die damit verbundene Kreditkultur hat vor allem im deutschsprachigen Raum die Beziehung von Familienunternehmen zum Finanzsystem über Jahrzehnte sehr nachhaltig geprägt. Diese fest eingebürgerten Finanzierungsgewohnheiten haben wohl mit dazu beigetragen, dass das Thema Finanzierung in der bisherigen Familienunternehmensforschung nur eine sehr untergeordnete Rolle gespielt hat (ein Blick in das jüngste »Handbook of Family Business«, hrsg. von Melin, Nordquist und Sharma 2014, zeigt diesen Befund ganz eindrucksvoll).

Spätestens seit der schweren Krise der Finanzmärkte 2008/09 und ihren weitreichenden realwirtschaftlichen Konsequenzen sind diese scheinbar so stabilen Rahmenbedingungen erheblich unter Veränderungsdruck geraten. Für diesen Umstand sind mehrere Einflussfaktoren verantwortlich. Die Kreditinstitute sehen sich inzwischen gezwungen, sehr viel risikobewusster als früher bei der Kreditvergabe vorzugehen. Für Unternehmen in wirtschaftlichen Schwierigkeiten bzw. mit etwas geringerer Bonität ist es inzwischen erheblich schwieriger geworden, sich über einen ganz normalen Bankkredit zu finanzieren. Solche Erfahrungen lassen die in das Hausbankprinzip eingebauten wechselseitigen Erwartungen und Selbstverständlichkeiten sichtlich erodieren. Außerdem sind die Ertragspotenziale der Unternehmensfinanzierung für die Banken insgesamt – nicht zuletzt bedingt durch den schärferen Wettbewerb und das niedrige Zinsniveau – in den letzten Jahren deutlich geschrumpft.

In Verbindung mit den neuen regulatorischen Festlegungen (Stichwort Basel III) haben diese klassischen Bankgeschäfte für den gesamten Kreditsektor erheblich an Attraktivität verloren. Die Geschäftsmodelle der Banken mit Blick auf die Unternehmensfinanzierung sind nicht zuletzt deshalb einem weitreichenden Wandel unterworfen. Außerdem hat die stärkere Professionalisierung des Kreditvergabeprozesses selbst die vertrauensgestützten Prämissen gewachsener Kundenbeziehungen zugunsten eines nüchternen Risikokalküls spürbar relativiert mit der Konsequenz, dass sich in der Zwischenzeit viele der gerade ertragsstarken, strategisch gut aufgestellten Familienunternehmen nach alternativen Finanzierungsmöglichkeiten umsehen. Diese Suche wird aktuell noch durch den Umstand begünstigt, dass die Märkte mit liquiden Mitteln überflutet sind und nach Veranlagung suchendes Kapital in Hülle und Fülle vorhanden ist.

Der Autor der vorliegenden Doktorarbeit greift diese Veränderungstendenzen in der Finanzierung familiengeführter Unternehmen auf und macht sie zum Gegenstand seiner Untersuchung. Er konzentriert sich dabei aus gutem Grund auf ganz bestimmte Finanzierungsformen, die er unter dem Begriff »privat platziertes Fremdkapital« zusammenfasst. Im Mittelpunkt stehen dabei vor allem das Schuldscheindarlehen, die privat platzierten Unternehmensanleihen sowie als Sonderform derselben die US Privat Placements (USPP). Diese Finanzierungsvarianten sind zwischen dem klassischen Bankkredit und der Zufuhr von fremdem Eigenkapital (bzw. eigenkapitalähnlichen Lösungen) angesiedelt. Diese Fokussierung hat sichtlich etwas mit der Annahme des Autors zu tun, dass diese Varianten gerade in der jetzigen Wirtschaftsentwicklung an Bedeutung gewinnen und dass sie sich mit Blick auf die Besonderheiten von Familienunternehmen offensichtlich besonders gut eignen. Die Eignung hat sichtlich etwas mit einer Reihe von Eigentümlichkeiten dieses Unternehmertyps zu tun, die mit Blick auf das Finanzierungsthema eine hervorgehobene Rolle spielen: Die Langfristorientierung, das Streben nach unternehmerischer Unabhängigkeit, eine »gesunde« Risikoaversion, letztlich eine tiefverwurzelte Skepsis gegenüber allzu weitreichenden Transparenzzumutungen. Dieses Eigenschaftsbündel nutzt der Autor schließlich als Hintergrundfolie, um die Finanzierungspraktiken der von ihm untersuchten Familienunternehmen im empirischen Teil der Arbeit eingehender zu diskutieren.

In methodologischer Hinsicht hat sich der Autor mit Blick auf den noch sehr kargen Stand der Forschung in der Empirie auf einen qualitativen Zugang festgelegt, um das Feld zunächst einmal explorativ aufzuschließen. Seine empirische Basis sind sieben ausführliche Fallstudien, die ausgewählt wurden, weil sie bereits auf Erfahrungen mit den genannten Finanzierungsvarianten zurückgreifen können.

Zweifelsohne sind die spezifischen Erkenntnisse, die der Autor aus der Analyse der einzelnen Fallstudien gewinnen kann, ein Herzstück seiner Arbeit.

Diese Erkenntnisse gruppiert er um ganz bestimmte Dimensionen (wie Einfluss der Familie, Profil der Finanzverantwortlichen, die eingegangenen Risiken etc.) und lässt seine Ergebnisse jeweils in Aussagen münden, die er dann zu Hypothesen verdichtet. Dieser Ergebnisabschnitt gipfelt in einer Würdigung der gängigen Finanzierungstheorien, dies vor allem vor dem Hintergrund ihrer Aussagekraft für die beobachtete Nutzung von privat platziertem Fremdkapital in familiengeführten Unternehmen.

Die Finanzierungspraxis von Familienunternehmen befindet sich zweifelsohne in einem erheblichen Umbruch, ohne dabei das traditionelle Fundament der unternehmerischen Unabhängigkeit und Souveränität dieses Unternehmenstyps zu gefährden. Ganz im Gegenteil: Diese alternativen Finanzierungsformen, die nicht zuletzt auch durch den aktuellen Strukturwandel des Finanzsektors besser zugänglich werden, passen wunderbar zur Grundidentität und zum Selbstverständnis familiengeführter Unternehmen. Die vorliegende Studie hat die Tür weit aufgemacht, um diese neuen Entwicklungen in der Finanzierung sehr viel mehr ins Zentrum der Familienunternehmensforschung zu rücken. Daran anschließende Forschungsarbeiten sind mehr als wünschenswert.

Prof. Dr. Rudolf Wimmer



---

## Vorwort

Die vorliegende Arbeit entstand während meiner Zeit als Doktorand am Witterener Institut für Familienunternehmen (WIFU) der Universität Witten/Herdecke. Dass ich die Dissertation erfolgreich abschließen konnte, verdanke ich zahlreichen Personen.

An erster Stelle möchte ich meinem Doktorvater, Herrn Univ.-Prof. Dr. Rudolf Wimmer für die Betreuung meiner Dissertation auf das Herzlichste danken. Neben der jederzeitigen Gesprächsbereitschaft und wertvollen Ratschlägen bin ich ihm besonders für die Unterstützung bei der Gewinnung meiner Fallstudienpartner dankbar. Mein Dank gilt auch Herrn Univ.-Prof. Dr. Erik Strauß für die Übernahme des Zweitgutachtens.

Besonderen Dank möchte ich meinen Gesprächspartnern im Rahmen der Fallstudien für die Bereitschaft, tiefgehende und ausführliche Einblicke in die jeweiligen Unternehmen und Entscheidungshintergründe zu gewähren, aussprechen. Ohne ihre Offenheit wäre die Erstellung einer solch praxisnahen Dissertation nicht möglich gewesen.

Ebenso möchte ich mich bei allen Freunden und Bekannten bedanken, die mich während meiner Promotionszeit unterstützt und zum Gelingen beigetragen haben. Größten Dank möchte ich Andreas Henke für die fortwährenden Diskussionen über das Verfassen einer Dissertation und das kritische Lesen meiner Arbeit aussprechen.

Ganz herzlich möchte ich mich bei meiner Freundin Lisbeth für ihre durchgehende Unterstützung meiner Promotion auch in schwierigen Phasen und die vielen schönen begleitenden Momente bedanken.

Herzlichster Dank gilt meinem Bruder Nicolas Renner für die zahlreichen inhaltlichen Anregungen und Diskussionen rund um das Thema Dissertation. Diese wertvolle Unterstützung hat wesentlich zum erfolgreichen Abschluss meiner Promotion beigetragen.

Abschließend möchte ich mich bei meinen Eltern Heidi und Harald Renner für die fortlaufende, herausragende Unterstützung während meiner Promotionszeit, aber auch auf dem Weg dorthin, bedanken. Hierbei bedanke ich mich

auch für die große Flexibilität, welche mir im Rahmen meiner Tätigkeit bei Häuser + Renner KG für die Erstellung der Dissertation eingeräumt wurde.

Vielen Dank.

Marius M. Renner

---

## Abkürzungsverzeichnis

ABCP	Asset Backed Commercial Paper
ACIC	American College of Investment Counsel
ABS	Asset Backed Securities
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
DDV	Deutscher Derivate Verband
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
F-PEC	Family influence on power, experience and culture
HGB	Handelsgesetzbuch
IfM Bonn	Institut für Mittelstandsforschung Bonn
IFRS	International Financial Reporting Standards
IPO	Initial Public Offering
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
KWG	Kreditwesengesetz
LBO	Leveraged Buyout
MBO	Management-Buy-out
MUP	Mannheimer Unternehmenspanel
NAIC	National Association of Insurance Commissioners
OEM	Original Equipment Manufacturer
OFAC	Office of Foreign Assets Control
PV	Present Value
QIB	Qualified Institutional Buyer
RBC	Risk Bearing Capital
RFA	Revolving Facility Agreement
RWA	Risikogewichtete Aktiva
SEC	Securities and Exchange Commission
SEW	Socioemotional Wealth
SFI	Substantial Family Influence

SPV	Special Purpose Vehicle
US-GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
USPP	US Private Placement
WIFU	Wittener Institut für Familienunternehmen
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WZB	Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung
ZEW	Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH

---

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Aufbau der Forschungsarbeit	27
Abbildung 2:	Dreikreismodell	38
Abbildung 3:	Zeitliche Entwicklung von Familienunternehmen	40
Abbildung 4:	Agency-Theorie in der Neuen Institutionenökonomie	49
Abbildung 5:	FIBER-Konzept nach Berrone/Cruz/Gomez-Meja (2012)	55
Abbildung 6:	Entwicklung ausstehender Bankkredite an deutsche Unternehmen	60
Abbildung 7:	Entwicklung der Kreditvergabestandards	61
Abbildung 8:	Vereinfachte Darstellung einer ABCP-Struktur	70
Abbildung 9:	Modell der Statischen Trade-Off-Theorie	76
Abbildung 10:	Optimale Kapitalstruktur nach Jensen/Meckling (1976)	78
Abbildung 11:	Finanzierungsformen	87
Abbildung 12:	Rating-Skalen von Standard & Poor's und Moody's	89
Abbildung 13:	Entwicklung des Schuldscheindarlehens-Emissionsvolumens in Deutschland	99
Abbildung 14:	Begebungsprozess Schuldscheindarlehen	107
Abbildung 15:	Arten von Schuldscheindarlehen	109
Abbildung 16:	Emittenten und Emissionsvolumen von Anleihen in Deutschland	113
Abbildung 17:	Begebungsprozess US Private Placement	121
Abbildung 18:	Induktiver und deduktiver Untersuchungsansatz	135
Abbildung 19:	Präferenz von langfristigen Finanzierungsinstrumenten in Familienunternehmen	174
Abbildung 20:	Theorie zur Finanzierung von Familienunternehmen	179



---

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Mittelstandsdefinition (IfM Bonn und EU-Kommission)	34
Tabelle 2:	Anteil von Familienunternehmen an Gesamtunternehmen in Deutschland	37
Tabelle 3:	Agency-Theorie: Handlungsmaßnahmen	51
Tabelle 4:	Traditionelle Finanzierungstheorien	73
Tabelle 5:	Kumulierte Ausfallraten von europäischen Unternehmensanleihen (1985–2012)	90
Tabelle 6:	Vergleich Private Debt und privat platziertes Fremdkapital	94
Tabelle 7:	Vergleich öffentlich und nicht-öffentlich angebotene Finanzierungstitel	97
Tabelle 8:	Kennzahlen von Versicherungsunternehmen für die Bonitätsbeurteilung	106
Tabelle 9:	Ausgestaltungsmöglichkeiten Anleihe	117
Tabelle 10:	Übersicht privat platzierte Fremdkapitalinstrumente	122
Tabelle 11:	Übersicht Interviewpartner	145
Tabelle 12:	Privat platzierte Fremdkapitalinstrumente in den untersuchten Familienunternehmen	154



---

# 1 Problemstellung und Zielsetzung

## 1.1 Problemstellung

Die Unternehmensfinanzierung in Deutschland ist traditionell von einem bankorientierten Finanzsystem geprägt. So zeigen sich über Jahrzehnte gewachsene enge Beziehungen zwischen Unternehmen und Hausbanken mit einer auf Kredite ausgerichteten Finanzierung.<sup>1</sup> In den letzten Jahren jedoch befindet sich dieses System durch eine schwindende Bedeutung des Bankkredits und eines zunehmenden Gewichts alternativer Finanzierungsinstrumente, einhergehend mit einer zunehmenden Kapitalmarktorientierung, im Umbruch. Als Gründe lassen sich Veränderungen in der Aufstellung einzelner Kreditinstitute anführen, welche oftmals bedingt sind durch ein Voranschreiten verschärfender, gesetzlicher Regulierungen des Bankensektors über das letzte Jahrzehnt. Mit dem Inkrafttreten von Basel II im Jahre 2007 und der schrittweisen Anwendung von Basel III im Zeitraum 2013 bis 2019 ergeben sich für Kreditinstitute weitreichende Anforderungen an die Eigenkapitalausstattung (Solvabilität) und Liquiditätsvorsorge.<sup>2</sup> Das Ziel besteht darin, die Haftungsmasse von Kreditinstituten zu erhöhen. Daher sind Banken dazu gezwungen, ihr Eigenkapital zu erhöhen oder – bei gleichbleibendem Eigenkapital – die Summe an risikoreichen Engagements zu reduzieren.<sup>3</sup> Aufgrund der gesetzlichen Bestimmungen erhöhen sich die Eigenkapitalkosten für Banken, welche in der Folge voraussichtlich auf die Kreditnehmer abgewälzt werden. Zudem ist zu erwarten, dass zur Erreichung eines höheren Eigenkapitalniveaus eine Verkürzung der Bilanzsum-

---

1 Vgl. Achleitner et al. (2011), S. 46.

2 Dementsprechend sind die Kreditinstitute zu einer Erhöhung des vorzuhaltenden Eigenkapitals für risikogewichtete Aktiva, also Wertpapiere und Kredite, von derzeit 6 % auf 10,5 % bis maximal 13 % im Jahre 2020 gezwungen, vgl. Kraus/Schröder/Schnutenhaus (2014), S. 192. Die Höhe des Werts an vorzuhaltendem Eigenkapital wird von der Höhe des antizyklischen Kapitalpuffers, welcher max. 2,5 % beträgt und von den nationalen Aufsichtsbehörden festgelegt wird, beeinflusst, vgl. Deutsche Bundesbank (2011), S. 3, 19.

3 Vgl. Müller/Brackschulze/Mayer-Fiedrich (2011), S. 10.

men in Form einer Reduktion der risikogewichteten Aktiva (RWA) durchgeführt wird, womit sich das Kreditangebot mittelfristig reduziert.<sup>4</sup> Die Änderungen der Rahmenbedingungen haben schließlich weitreichenden Einfluss auf die Geschäftspolitik vieler Banken. So wird nicht nur ein geringerer Fokus auf das Kreditgeschäft zur Schonung der RWA erwartet, sondern gleichzeitig eine stärkere Transaktionsorientierung, d. h. eine höhere Konzentration auf die Begleitung von Kapitalbeschaffungsmaßnahmen. So können bspw. mit der Vermittlung einer Anleihebegebung kurzfristige Erträge durch den Erhalt von Provisionen (*fees*) erreicht werden, ohne dass eigenes Kapital unterlegt werden muss.<sup>5</sup>

Zwar gestaltet sich die Finanzlage deutscher Unternehmen derzeit recht gut. So zeigt sich aufgrund der positiven wirtschaftlichen Entwicklung Deutschlands über die letzten Jahre und der starken Innenfinanzierungskraft deutscher Unternehmen derzeit keine Kreditknappheit.<sup>6</sup> Jedoch verdeutlichte die Finanzkrise in den Jahren 2008 und 2009, wie rasch und massiv sich Kapitalgeber bei einer Verwerfung der Finanzmärkte aus dem Kreditgeschäft zurückziehen können. Das Ausmaß und die Folgen dieser Krise sind heute noch in den Köpfen finanzpolitischer Entscheidungsträger verankert. So wird auch für die Zukunft bei einer Eintrübung der Konjunktur mit einzelnen Zahlungsausfällen ein »Herdentrieb«<sup>7</sup> von Geschäftsbanken aus dem Firmenkundengeschäft angenommen.<sup>8</sup>

In der Folge ergeben sich schlechtere Erwartungen deutscher Unternehmen an die zukünftige Kreditvergabe, wodurch oftmals der Wunsch nach einer Diversifikation der Finanzierungsquellen hervorgeht.<sup>9</sup> Somit rücken zunehmend alternative Finanzierungsinstrumente in den Fokus deutscher Unternehmen. Als Beispiel seien hier die Standard-Mezzanin-Programme der Jahre 2004 bis 2007 genannt, welche in letzter Zeit ausgelaufen sind, jedoch zum derzeitigen Zeitpunkt nicht mehr neu aufgelegt werden sollen.<sup>10</sup> Mit der Gründung spezieller Börsensegmente für Mittelstandsanleihen seit 2010, bei welchen auch die Platzierung von Volumina von unter 100 Mio. EUR möglich ist, konnte eine Lücke im Markt für Unternehmensanleihen geschlossen werden. Dieser war bis dahin ausschließlich großen Unternehmen mit sehr hohem Kapitalbedarf vorbehalten. In der Folge zeigte sich eine rege Aktivität mittelständischer Unternehmen an den Börsensegmenten. Dabei wird diese Finanzierungsquelle vor-

---

4 Vgl. Kraus/Schröder/Schnutenhaus (2014), S. 192–193; Kaserer (2010), S. 1.

5 Vgl. Dentz (2014b), S. 13.

6 Vgl. Bankenverband (2014), S. 2–4; siehe hierzu auch Kapitel 3.1.

7 Dentz (2014b), S. 14.

8 Vgl. Dentz (2014b), S. 12–14.

9 Vgl. Kraus/Schröder/Schnutenhaus (2014), S. 192.

10 Vgl. Dentz (2014a); Achleitner et al. (2011), S. 56–57.

wiegend von Unternehmen mit mäßiger Bonität genutzt.<sup>11</sup> So ergaben sich hier in letzter Zeit Ausfälle einzelner Anleihen und die Erwartung weiterer Verluste, wodurch sich eine gewisse Ernüchterung unter möglichen Emittenten einstellte.<sup>12</sup>

Gleichwohl zeigen sich weitere Finanzierungstitel, welche in jüngerer Zeit verstärkte Beachtung gefunden haben, zumeist von Unternehmen mit guter bis höherer Bonität genutzt werden und eine stabile, positive Entwicklung nehmen. Diese sind Fremdkapitalinstrumente, welche am privaten Kapitalmarkt ohne Börsennotierung, und dabei nicht in Form von Krediten über eine Bank, aufgenommen werden. Als Vertreter seien Schuldscheindarlehen, sowie weitere bei institutionellen oder privaten Investoren platzierte Instrumente genannt.<sup>13</sup> Unter Ausschluss einer Börsennotierung wird auch der US-amerikanische Kapitalmarkt verstärkt von deutschen Unternehmen für die Fremdfinanzierung (US Private Placements) genutzt.<sup>14</sup> Diese Instrumente lassen sich unter dem Begriff des privat platzierten Fremdkapitals subsumieren.

Den Wandel des Finanzsystems zu einer stärkeren Kapitalmarktorientierung erfahren auch Familienunternehmen, die aufgrund ihrer hohen ökonomischen Bedeutung als Rückgrat der deutschen Wirtschaft gelten.<sup>15</sup> So lassen sich, in Abhängigkeit der Definition, ca. 90 % der deutschen Unternehmen als Familienunternehmen klassifizieren.<sup>16</sup> Familienunternehmen weisen besondere Charakteristika auf, welche eine separierte Betrachtung von Nicht-Familienunternehmen begründen. So schließen die Eigenschaften dieses Unternehmenstyps oftmals aus unterschiedlichen Gründen eine Kapitalmarktfinanzierung aus. Durch Konzentration des Eigentums auf eine Gesellschafterfamilie wird zumeist auf eine Beschaffung von Eigenkapital über die Börse verzichtet. Ebenso zeigen sich Vorbehalte gegenüber einer Fremdfinanzierung über den öffentlichen Kapitalmarkt, welche zumeist mit dem Wunsch nach Vermeidung einer weitgehenden Offenlegung zusammenhängen. Daher wird oftmals von der Finanzierung über börsennotierte Anleihen abgesehen.<sup>17</sup> Zudem weisen Familienunternehmen häufig eine Langfristorientierung auf, wodurch sich die Frage nach der Aufstellung der längerfristigen Finanzierung vor dem Hintergrund der geänderten Finanzierungsbedingungen stellt. In der Summe stehen Familienunternehmen

---

11 Vgl. Kapitalmarktexperte (11.02.2014); Laarveld (2014), S. 15.

12 Vgl. Dreher (2014), S. 21; Zinnecker (2014).

13 Vgl. Laarveld (2014), S. 15; Bankenverband (2013), S. 3–4; Rudolf (2013), S. 35–36; Schmitt (2012), S. 2039.

14 Vgl. AFME (2013), S. 63; Lindhout/Wölfer (2013), S. 340.

15 Vgl. Wimmer et al. (2005), S. IX.

16 Siehe Kapitel 2.2 für eine detaillierte Darstellung der Bedeutung von Familienunternehmen in Deutschland.

17 Siehe Kapitel 2.3. für nähere Ausführungen zu den Besonderheiten und Eigenschaften von Familienunternehmen.

besonderen Finanzierungsherausforderungen gegenüber. Hier gilt es, zu überprüfen, welche Finanzierungsinstrumente für die Finanzierung von Familienunternehmen geeignet sind. Es wird postuliert, dass insbesondere privat platzierte Fremdkapitalinstrumente dem Wesen von Familienunternehmen in ihrer Finanzierung entgegenkommen.<sup>18</sup> Hier zeigt sich jedoch ein Mangel an bisherigen Untersuchungen, welche die Finanzierung von Familienunternehmen mit privat platziertem Fremdkapital zum Gegenstand haben. So konnte keine Abhandlung identifiziert werden, welche sich explizit mit diesem Zusammenhang auseinandersetzt. Insofern lässt sich eine Forschungslücke ausmachen. Die Relevanz von Familienunternehmen für die deutsche Volkswirtschaft und das Aufkommen privat platzierten Fremdkapitals – vor dem Hintergrund sich ändernder finanzieller Rahmenbedingungen – bedingen jedoch eine tiefere Auseinandersetzung mit dieser Thematik. Da bisher wenig wissenschaftliche Forschung in diesem Gebiet stattgefunden hat, erscheint es folgerichtig, einen explorativen, ganzheitlichen Untersuchungsansatz zu wählen, welcher die Finanzierung im Gesamten betrachtet. Dies bedeutet, dass eine Betrachtung des gesamten Finanzierungsablaufs von der *Anbahnung*, der *Durchführung* bis hin zu den *Folgen* für ein Familienunternehmen, stattfinden sollte. Mit dieser umfassenden Untersuchung werden zwei Ziele erreicht: Erstens kann somit auf Teilaspekte der Finanzierung abgestellt werden, entscheidende Problemstellung und kritische Punkte können aufgedeckt sowie generelle Aussagen zur Finanzierung von Familienunternehmen mit privat platziertem Fremdkapital getroffen werden. Zweitens lässt sich aufzeigen, wo und wie der Familienunternehmenscharakter zum Tragen kommt. Da auch die Finanzierung von Familienunternehmen im Allgemeinen bisher recht wenig beleuchtet wird, ist es zudem auch interessant, welche Rückschlüsse sich aus der Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital auf die Finanzierung von Familienunternehmen ziehen lassen. Aus diesen Überlegungen resultiert folgende Forschungsfrage:

Wie stellt sich die Finanzierung von privat platziertem Fremdkapital für Familienunternehmen dar und welche Finanzierungscharakteristika von Familienunternehmen lassen sich daraus ableiten?

Für eine umfassende Betrachtung des Finanzierungsprozesses ergeben sich somit die Teilfragen:

- Was ist die Motivation von Familienunternehmen für eine Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital?

---

<sup>18</sup> Vgl. Wimmer et al. (2009), S. 19.

- Welche Voraussetzungen für eine erfolgreiche Begebung müssen erfüllt werden und welchen Herausforderungen stehen Familienunternehmen bei einer solchen Finanzierung gegenüber?
- Wie gestaltet sich der Finanzierungsprozess mit privat platziertem Fremdkapital?
- Was sind Folgen einer Aufnahme privat platzierten Fremdkapitals?
- Welchen Einfluss übt die Familie, insbesondere die Gesellschafter, auf die Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital aus und welche Rückwirkungen ergeben sich aus der Finanzierung auf die Familie?
- Welche Rückschlüsse auf die Finanzierung von Familienunternehmen lassen sich aus dem Einsatz von privat platziertem Fremdkapital ziehen?

Da dieser Forschungsbereich, wie zuvor aufgezeigt, bisher wenig erschlossen ist und neue Strukturen aufgezeigt werden sollen, bietet sich ein qualitativer Untersuchungsansatz an.<sup>19</sup> Dazu werden in der vorliegenden Forschungsarbeit Fallstudien als Forschungsstrategie genutzt. Fallstudien bieten sich insbesondere dann an, wenn »komplexe, bisher wenig erforschte Phänomene in einem breiten Zugang und vor dem Hintergrund ihrer Kontextbezogenheit«<sup>20</sup> betrachtet werden. Die Eignung ergibt sich dabei v. a. dann, wenn Fragen nach dem »Wie« und dem »Warum« von aktuellen Ereignissen gestellt werden, auf welche der Forscher keinen Einfluss hat, so wie dies bei der Finanzierung der Untersuchungseinheit Familienunternehmen der Fall ist.<sup>21</sup> So sollen mit dem gewählten Forschungsdesign letztlich Hypothesen und Theorien zur Erweiterung bestehender Erkenntnisse und zur Generierung neuen Wissens entwickelt werden.<sup>22</sup> Mit der Bildung und Analyse von Fallstudien wird zudem nicht zuletzt der praxisorientierte Charakter der Forschungsarbeit unterstrichen.<sup>23</sup> Wie sich das weitere Vorgehen gestaltet und wie die Forschungsfragen beantwortet werden sollen, wird im folgenden Kapitel aufgezeigt.

## 1.2 Gang der Untersuchung

Abbildung 1 präsentiert den Aufbau der vorliegenden Forschungsarbeit, welche sich in sieben Kapitel gliedert. In Kapitel 1 findet neben der Einführung in die Problemstellung und der Zielsetzung der Forschungsarbeit auch eine Darstellung des Aufbaus statt.

---

19 Vgl. Froschauer/Lueger (2003), S. 17.

20 Borchardt/Göthlich (2007), S. 46.

21 Vgl. Yin (2014), S. 10–15.

22 Vgl. Borchardt/Göthlich (2007), S. 35; Eisenhardt (1989b), S. 535, 548.

23 Siehe Kapitel 5 für eine ausführliche Begründung des gewählten Forschungsansatzes.

Familienunternehmen stehen im Mittelpunkt der Untersuchung in der vorliegenden Forschungsarbeit. Diese Unternehmensform wird in Kapitel 2 näher beleuchtet. Für Familienunternehmen findet zunächst in Kapitel 2.1 eine Begriffsbestimmung statt, bevor anschließend auf deren Bedeutung für den Wirtschaftsstandort Deutschland eingegangen wird. Danach zeigt Kapitel 2.3 die Besonderheiten von Familienunternehmen, welche sich in vier Eigenschaften äußern, die im Rahmen der später folgenden empirischen Untersuchung einen zentralen Stellenwert einnehmen. Für die Erläuterung der speziellen Merkmale werden abschließend theoretische Erklärungsansätze herangezogen und einander gegenübergestellt.

Kapitel 3 geht auf die Finanzierung von Familienunternehmen ein und zeigt dabei zunächst die aktuelle Finanzierungssituation von Familienunternehmen in Deutschland auf, um ein Verständnis des aktuellen Finanzierungsumfelds zu vermitteln. Kapitel 3.2 stellt die verschiedenen Finanzierungsmöglichkeiten, welche sich Unternehmen in Deutschland bieten, vor. Anschließend sind in Kapitel 3.3 verschiedene Finanzierungstheorien aus unterschiedlichen Theorieströmungen vorgestellt, welche sich der Unternehmensfinanzierung aus einer wissenschaftlichen Perspektive nähern. Dabei findet abschließend ein Bezug auf deren Anwendbarkeit in Familienunternehmen statt.

Kapitel 4 beschäftigt sich mit der bisher definitorisch noch nicht festgehaltenen Finanzierungsform des privat platzierten Fremdkapitals. Zunächst wird dabei in Kapitel 4.1 die der Forschungsarbeit zugrunde liegende Definition erarbeitet und eine Abgrenzung zu verwandten Definitionen durchgeführt. Anschließend erfolgt in den Kapiteln 4.2 und 4.3 die detaillierte Erläuterung zweier bedeutender Vertreter dieser Finanzierungsform, des Schuldscheindarlelehens und der privat platzierten Unternehmensanleihe. Angrenzend werden in Kapitel 4.4 die bisher behandelten Forschungsfelder Familienunternehmen, Finanzierung von Familienunternehmen und privat platziertes Fremdkapital zusammengeführt. Ziel ist zum einen den Stand der aktuellen Forschung zur Forschungsthematik aufzuzeigen und zum anderen Vorüberlegungen auf Basis der bisherigen Erkenntnisse für die Strukturierung der empirischen Untersuchung führen.

Kapitel 5 dient zur Vermittlung der methodischen Grundlagen der empirischen Untersuchung. Hierzu werden in den Kapiteln 5.1, 5.2 und 5.3 die Wahl der Forschungsmethode begründet sowie Fallstudien als Forschungsansatz vorgestellt. Abschnitte 5.3.1 und 5.3.2 erläutern das Vorgehen bei der Datenerhebung und -auswertung. In Abschnitt 5.3.3 werden letztlich die Maßnahmen zur Qualitätssicherung der Untersuchung präsentiert.

In Kapitel 6 werden die Ergebnisse der empirischen Untersuchung dargelegt und diskutiert. Dabei werden die Themengebiete Finanzierungshintergrund von Familienunternehmen (Kapitel 6.1), Finanzierung mit privat platziertem

Fremdkapital (Kapitel 6.2) und der Vergleich von privat platziertem Fremdkapital mit anderen Finanzierungsmöglichkeiten (Kapitel 6.3) analysiert und Hypothesen abgeleitet. Anschließend findet in Kapitel 6.4 eine Würdigung der in Kapitel 3.3 vorgestellten Finanzierungstheorien, vor dem Hintergrund der ermittelten Ergebnisse, statt. Ebenfalls in diesem Kapitel erfolgt eine Erweiterung bisheriger Theorie zur Finanzierung von Familienunternehmen.

In Kapitel 7 werden die zentralen Ergebnisse der Untersuchung zusammengefasst sowie Praxisempfehlungen für Familienunternehmen generiert. Die Forschungsarbeit schließt mit der Darlegung der Limitationen und des Ausblicks in den Kapiteln 7.3 und 7.4.

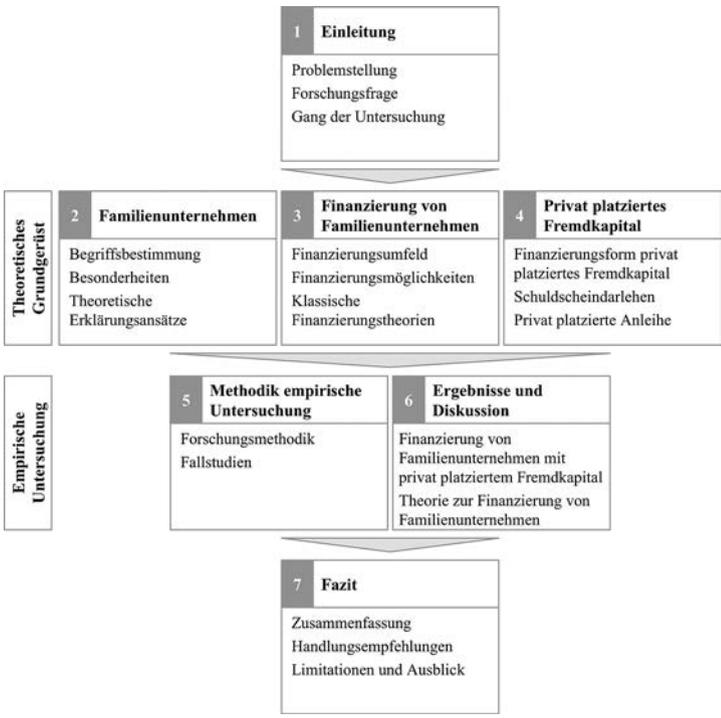


Abbildung 1: Aufbau der Forschungsarbeit [Quelle: eigene Darstellung]



---

## 2 Familienunternehmen

Den zentralen Untersuchungsgegenstand der vorliegenden Forschungsarbeit stellen Familienunternehmen dar. Für eine präzise Abgrenzung dieser Unternehmensform wird zunächst eine der Forschungsarbeit zugrunde liegende Definition von Familienunternehmen erarbeitet. Anschließend erfolgt die Darstellung der Bedeutung von Familienunternehmen in der deutschen Unternehmenslandschaft, welche nicht zuletzt die Notwendigkeit eines ausführlichen Befassens mit dieser Unternehmensform begründet. Kapitel 2.3 geht angrenzend auf die Besonderheiten ein, die diesen Unternehmenstyp charakterisieren.

### 2.1 Begriffsbestimmung Familienunternehmen

#### 2.1.1 Bestehende Definitionen von Familienunternehmen

Bis heute existiert noch keine einheitliche Definition von Familienunternehmen in der Forschung.<sup>24</sup> Stattdessen ist eine Vielzahl an Begriffsbestimmungen verschiedener Forscher<sup>25</sup> existent, woraus sich die Problematik einer mangelnden Vergleichbarkeit von Forschungsergebnissen ergibt.

Innerhalb des Forschungsgebietes Familienunternehmen haben sich zwei Ansätze für die Ermittlung der Begriffsdefinition etabliert: Der Komponentenansatz und der Essenzansatz.<sup>26</sup>

Der Komponentenansatz bedient sich verschiedener Komponenten oder Merkmale von Unternehmen, anhand derer oder mittels deren Kombination sich Unternehmen als Familienunternehmen qualifizieren. Diese Kriterien sind messbar und geben die Involvierung der Familie im Unternehmen wieder.<sup>27</sup>

---

24 Vgl. u. a. Litz (2008), S. 217; Littunen/Hyrsky (2000), S. 41.

25 So fand Litz (2008) alleine 30 unterschiedliche Definitionen von Familienunternehmen in der einschlägigen Literatur, vgl. Litz (2008), S. 217–218.

26 Vgl. Chrisman/Chua/Sharma (2005), S. 556–557.

27 Vgl. Klein (2008), S. 4–5.

Häufig werden hierbei das Eigentum und das Management des Unternehmens als Komponenten genannt. So zeigen Chua/Chrisman/Sharma (1999) 21 verschiedene Publikationen auf, welche sich der beiden Komponenten bedienen und anhand deren unterschiedlichen Ausprägungen eine Klassifizierung als Familienunternehmen vorgenommen wird.<sup>28</sup> Weitere häufig betrachtete Komponenten sind die Unternehmensführung (Governance) und die Nachfolge. Es zeigt sich, dass die Anwendung des Komponentenansatzes relativ unkompliziert durchzuführen ist, da vor einer Untersuchung genau festgelegt werden kann, zu welchen Bedingungen ein Unternehmen als Familienunternehmen anzusehen ist. Diese einfache Operationalisierbarkeit gilt als die große Stärke des Komponentenansatzes.<sup>29</sup> Vielfach wird jedoch kritisiert, dass es nicht ausreicht, eine reine Betrachtung der Komponenten durchzuführen, da sich ein Unternehmen gerade auch über sein Verhalten als Familienunternehmen definiert. So sind Anhänger des Essenzansatzes der Ansicht, dass ein Unternehmen, auch wenn Eigentum und Management in den Händen einer Familie liegen, dann nicht als Familienunternehmen gilt, wenn dieses nicht entsprechende Verhaltensmuster aufweist. Die Einbindung einer Familie in das Unternehmen ist also nur eine Voraussetzung dafür, ein Unternehmen als Familienunternehmen in Betracht zu ziehen, anstatt bereits die entscheidende Bedingung zu sein.<sup>30</sup> Das familienunternehmerstypische Verhalten kann sich vielfältig äußern, bspw. durch bestimmte Vorgehensweisen bei der Strategieformulierung, durch Verhaltensmuster und Visionen der Unternehmerfamilie, spezielle Unternehmensstrukturen und Nachfolgeregelungen oder auch den Wunsch nach Kontrollerhalt über das Unternehmen.<sup>31</sup> Häufig wird hierbei die ressourcenbasierte Theorie (*resource-based view*) angeführt, welche die einzigartigen, schwer imitierbaren Fähigkeiten, Fertigkeiten und Ressourcen hervorhebt, über welche Familienunternehmen verfügen und das Konzept der *familiness* begründen.<sup>32</sup>

An beiden Ansätzen ist zu kritisieren, dass sie auf einer dichotomen Klassifizierung der Unternehmen basieren. So ist ein Unternehmen je nach Definition entweder ein Familienunternehmen oder nicht. Jedoch erscheint eine solch klare Abgrenzung bei der Vielzahl an unterschiedlichen, hochkomplexen Unternehmensformen nicht möglich. Vielmehr ist davon auszugehen, dass sich aufgrund der großen Bandbreite an Unternehmensstrukturen ein definitorisch fließender Übergang von Nicht-Familienunternehmen zu Familienunternehmen ergibt,

---

28 Vgl. Chua/Chrisman/Sharma (1999), S. 21.

29 Vgl. Klein (2008), S. 5; Chua/Chrisman/Sharma (1999), S. 19.

30 Vgl. Chrisman/Chua/Sharma (2005), S. 556–557.

31 Vgl. Chrisman/Chua/Sharma (2005), S. 557; Chua/Chrisman/Sharma (1999), S. 22. Für Ausführungen zum Streben nach Kontrollerhalt in Familienunternehmen, siehe Abschnitt 2.3.1.2.

32 Vgl. Habbershon/Williams (1999).

wodurch bspw. eine reine Entscheidung auf Basis der Komponenten nicht ziel-führend erscheint.<sup>33</sup>

Die F-PEC-Skala von Astrachan/Klein/Smyrniotis (2002) greift sowohl Aspekte des Komponenten- als auch des Essenzansatzes auf. F-PEC steht dabei als Akronym für *family influence on power, experience and culture*.<sup>34</sup> Die Autoren gehen davon aus, dass der Familieneinfluss ein Familienunternehmen aus-macht.<sup>35</sup> Der Ansatz versucht, eine kontinuierliche anstatt einer dichotomen Messung des Familieneinflusses durchzuführen und bedient sich dabei dreier Dimensionen: Macht (*power*), Erfahrung (*experience*) und Kultur (*culture*). Macht bezieht sich auf die Einflussmöglichkeiten einer Familie durch Eigentum, Governance und/oder Beteiligung am Management. Die Erfahrungsdimension zielt auf die Generationenwechsel eines Unternehmens ab und beruht auf der Hypothese, dass ein Unternehmen mit jedem Generationenwechsel an Erfah-rung dazugewinnt, welche sich dann in einer höheren Widerstandsfähigkeit des Unternehmens äußert. Die Kulturskala zeigt auf, inwiefern die Werte von Familie und Unternehmen übereinstimmen. Zudem spiegelt sie auch das Engagement der Familienmitglieder für das Unternehmen wider.<sup>36</sup> So wirkt der F-PEC-Ansatz zunächst recht umfassend und aussagekräftig, da durch den Fokus auf ver-schiedene Dimensionen eine recht differenzierte Betrachtung erfolgt. Durch die kontinuierliche Darstellung wird vermieden, dass ein Unternehmen aufgrund des Fehlens eines Merkmals aus der Betrachtung als Familienunternehmen ausscheidet. Der Ansatz zeigt auf, welche Möglichkeiten Familien besitzen, Einfluss auf ein Unternehmen zu nehmen und wo in einzelnen Fällen der Ein-flusssschwerpunkt ruht.<sup>37</sup> Jedoch ist eine fehlende Praktikabilität zu bemängeln. So versucht die Kultur-Skala, Werte, die in Familienunternehmen herrschen, zu messen. Dabei ist jedoch zwischen Werten, welche konstant bleiben und Emo-tionen, welche sich über die Zeit ändern, zu unterscheiden. Somit müsste für ein aussagekräftiges Ergebnis der Kultur-Dimension eine häufigere Messung statt-finden, was empirisch nicht praktikabel ist. Es erscheint zudem fraglich, ob Unternehmen mit dem gleichen F-PEC-Niveau, jedoch mit unterschiedlich ausgeprägten Subskalen, als vergleichbar anzusehen sind.<sup>38</sup> Zudem ist die Da-tenverfügbarkeit für größere Untersuchungen eingeschränkt, da die Erhebung mit einem mehrseitigen Fragebogen recht umfangreich ist und der Wille, an der

---

33 Vgl. Chrisman et al. (2012), S. 277; Astrachan/Klein/Smyrniotis (2002), S. 46–47.

34 Vgl. Cliff/Jennings (2005), S. 341.

35 Vgl. Klein/Astrachan/Smyrniotis (2005), S. 323.

36 Vgl. Klein (2008), S. 6–8; Astrachan/Klein/Smyrniotis (2002), S. 48–51. Für die Vorgehensweise bei der Erstellung des Index, siehe zusätzlich auch Klein/Astrachan/Smyrniotis (2005).

37 Vgl. Astrachan/Klein/Smyrniotis (2002), S. 53.

38 Vgl. Zellweger (2006), S. 42.

Befragung zu partizipieren und alle Fragen zu beantworten, unternehmensseitig nur schwach ausgeprägt ist.<sup>39</sup>

Eine vereinfachte Form des F-PEC ist der *Substantial Family Influence-Ansatz* (SFI) von Klein (2000). Dieser konzentrierte sich auf den Macht-Faktor des F-PEC mit den Einflussmöglichkeiten der Familie durch Eigentum, Governance und/oder Management. Dieser Ansatz ermöglicht ebenfalls eine Betrachtung des Familieneinflusses durch eine Funktion und vermeidet somit eine dichotome Klassifikation von Familienunternehmen.<sup>40</sup> Vor- und Nachteile sind gegensätzlich zum F-PEC-Ansatz. So ist zwar die Praktikabilität recht hoch, jedoch werden nicht alle Aspekte eines Familienunternehmens in die Bewertung einbezogen.

## 2.1.2 Definition von Familienunternehmen in der vorliegenden Forschungsarbeit

Die vorliegende Forschungsarbeit bedient sich einer Definition, welche weithin akzeptiert ist und zudem eine eindeutige Abgrenzung von Familien- und Nicht-Familienunternehmen ermöglicht. Auf eine zu starke technische Eingrenzung oder einen definitorischen Ausschluss bestimmter Unternehmenstypen soll verzichtet werden, um die Vielfalt an unterschiedlichen Familienunternehmen umfangreich zu erfassen. Zudem soll aus Gründen der Praktikabilität eine zu komplexe Interpretation vermieden werden.

Zwar existiert, wie zuvor aufgezeigt, eine Vielzahl an unterschiedlichen Definitionen von Familienunternehmen, jedoch haben sich im Verlaufe der Familienunternehmensforschung bis heute gewisse Vorstellungen, was die bestimmenden Eigenschaften eines Familienunternehmens sind, herauskristallisiert.<sup>41</sup> So scheint weitgehend akzeptiert, dass immer dann ein Familienunternehmen vorliegt, wenn sich ein Unternehmen zu einem großen Teil im Eigentum einer oder mehrerer Familien befindet und eine deutliche Einflussnahme auf die Unternehmensentwicklung durch die Familie(n) wahrnehmbar ist.<sup>42</sup>

Eine Einrichtung, welche diese Vorstellungen aufgreift, um den generationenübergreifenden Aspekt ergänzt und ausformuliert, ist das Wittener Institut für Familienunternehmen (WIFU) an der Universität Witten/Herdecke. Das

39 So erzielten Holt/Rutherford/Kuratko (2010) bei weiteren Untersuchungen mit ihren erweiterten F-PEC-Fragebögen nur eine Rücklaufquote von 2,7 %.

40 Vgl. Klein (2000). Für eine Darstellung der Berechnung des SFI, vgl. ebenfalls Klein (2000).

41 Vgl. Wimmer (2011), S. 26.

42 Vgl. hierzu auch Chua/Chrisman/Sharma (1999), S. 21; Shanker/Astrachan (1996), S. 108–110.

Institut präsentiert eine recht umfangreiche Definition von Familienunternehmen, welche wie folgt lautet:

- »Wir sprechen immer dann von einem Familienunternehmen, wenn sich ein Unternehmen
- ganz oder teilweise im Eigentum einer Familie oder mehrerer Familien bzw. Familienverbänden befindet und wenn diese aus einer unternehmerischen Verantwortung heraus die Entwicklung des Unternehmens maßgeblich bestimmen.
  - Diese Verantwortung der Unternehmerfamilie(n) wird entweder aus einer Führungs- oder Aufsichtsfunktion bzw. aus beiden Funktionen heraus wahrgenommen. Dabei spielen die Rechtsform und Größe des Unternehmens keine Rolle.

Das transgenerationale Moment ist für Familienunternehmen essentiell. Bei einem Unternehmen kann also, streng genommen, erst dann von einem Familienunternehmen gesprochen werden, wenn in der Familie geplant wird, das Unternehmen in die nächste Familiengeneration weiterzugeben. Start-ups oder eigentümergeführte Unternehmen sind in diesem Sinn allein noch keine Familienunternehmen.«<sup>43</sup>

Die Verwendung dieser Definition erlaubt eine eindeutige Unterscheidung von Familien- und Nicht-Familienunternehmen. Zudem trägt sie den vielfältigen Ausprägungen von Familienunternehmen Rechnung. Daher soll diese Interpretation des WIFU zur forschungsleitenden Definition von Familienunternehmen herangezogen werden.

Für die vorliegende Forschungsarbeit gilt ebenfalls die Prämisse einer größenunabhängigen Unternehmensbetrachtung des WIFU. So sind viele kleine und mittlere Unternehmen (KMU) als Familienunternehmen anzusehen, jedoch auch Großunternehmen, wie bspw. die in der Forschungsarbeit im Rahmen einer Fallstudie untersuchte Messer Group GmbH, welche eindeutig als Familienunternehmen einzustufen ist. Zur Schaffung definitorischer Klarheit erscheint auch eine umfassende Abgrenzung der Begriffe Mittelstand und Familienunternehmen notwendig, wie sie im nachfolgenden Kapitel dargestellt werden.

### 2.1.3 Abgrenzung von Familienunternehmen vom Mittelstandsbegriff

In der Praxis lässt sich häufig eine synonyme Verwendung der Begriffe »Familienunternehmen« und »Mittelstand« feststellen. Jedoch sind diese beiden Begrifflichkeiten nicht zu verwechseln.

Der Mittelstand, auch als KMU bezeichnet, basiert auf einer quantitativen Abgrenzung, wie sie das Institut für Mittelstandsforschung (IfM) in Bonn und die EU-Kommission vornehmen und welche auf den Kriterien Umsatz und

---

43 WIFU (2014).

Mitarbeiteranzahl beruht, wobei die EU-Kommission auch die Höhe der Bilanzsumme hinzuzieht (vgl. Tabelle 1). Diese Kriterien sind in dargestellt. Beide Definitionen legen für die Festlegung als KMU einen Umsatz von weniger als 50 Mio. EUR. Das IfM erfordert zudem eine Mitarbeiterzahl von weniger als 500, während die EU-Kommission entweder eine Mitarbeiteranzahl von weniger als 250 oder eine Bilanzsumme von weniger als 43 Mio. EUR voraussetzt.<sup>44</sup>

Tabelle 1: Mittelstandsdefinition (IfM Bonn und EU-Kommission)

Definition KMU	Umsatz	Mitarbeiter	Bilanzsumme
IfM Bonn	< 50 Mio. EUR	< 500	-
EU-Kommission	< 50 Mio. EUR	< 250	oder < 43 Mio. EUR

Quelle: eigene Darstellung

Familienunternehmen werden im Gegensatz dazu jedoch nicht anhand dieser Größen definiert. Wie in Abschnitt 2.1.2 dargestellt, sind für eine Einordnung als Familienunternehmen das Eigentum, die Einflussmöglichkeiten sowie der Übergang auf nachfolgende Generationen und nicht die Unternehmensgröße entscheidend. Familienunternehmen zeichnen sich also vielmehr durch die Koevolution von Familie und Unternehmen aus, während der Mittelstand rein quantitativ definiert wird und keine Aussage zu Eigentumsverhältnissen sowie Einflussmöglichkeiten einer Familie beinhaltet. Insgesamt ist jedoch eine bedeutende Schnittmenge von Familienunternehmen und Mittelstand vorhanden. So ist ein Großteil der mittelständischen Unternehmen als Familienunternehmen zu klassifizieren, wie Kapitel 2.2 zeigt.

## 2.2 Bedeutung von Familienunternehmen in Deutschland

Familienunternehmen weisen eine hohe volkswirtschaftliche Bedeutung in Deutschland auf. Verschiedene Autoren haben sich hierbei der Frage gewidmet, wie hoch der Stellenwert deutscher Familienunternehmen ist. Dabei wird zumeist auf die Fragen eingegangen, wie viele der deutschen Unternehmen Familienunternehmen sind und welchen Umsatzanteil diese unter allen Unternehmen aufbringen. Ferner wird auch untersucht, wie hoch der Prozentsatz der

<sup>44</sup> Das HGB legt in der Größeneinteilung für Kapitalgesellschaften noch engere Grenzen fest: Dabei müssen zwei von drei Kriterien erfüllt werden um als KMU klassifiziert zu werden: Umsatz von weniger als 38,5 Mio. EUR, weniger als 250 Mitarbeiter, Bilanzsumme von weniger als 19,25 Mio. EUR, vgl. §267 HGB.

in Deutschland Beschäftigten ist, die in Familienunternehmen tätig sind. Es zeigt sich jedoch, dass eine Vergleichbarkeit der Ergebnisse durch die verschiedenen zugrundeliegenden Definitionen von Familienunternehmen erschwert wird.

Klein (2000) gibt an, dass ihre Untersuchungen die ersten waren, welche sich mit der Häufigkeit und den Strukturen von Familienunternehmen in Deutschland beschäftigen.<sup>45</sup> Die Autorin führte zwei Unternehmensbefragungen für die Jahre 1995 und 2000 durch. Dabei konnte sie jeweils die Antworten von mehr als 1.000 Familienunternehmen auswerten. Für die Definition von Familienunternehmen zieht sie den Substantial Family Influence (SFI) heran.<sup>46</sup> Ihre Hochrechnungen führten zu dem Ergebnis, dass 1995 66,8 % der deutschen Unternehmen als Familienunternehmen klassifiziert werden konnten und im Jahre 2000 84,0 % aller Unternehmen. Des Weiteren zeigt die Autorin, dass mit steigender Unternehmensgröße der Anteil an Familienunternehmen abnimmt.<sup>47</sup> Bezüglich der Ergebnisse ist zu beachten, dass die Untersuchungen Kleinstunternehmen mit weniger als 1 Mio. EUR Umsatz ausschließen. Zieht man das Ergebnis, dass mit steigender Unternehmensgröße der Anteil an Familienunternehmen abnimmt und damit im Umkehrschluss Familienunternehmen unter den kleinen Unternehmen besonders häufig vertreten sind, in Betracht, so lässt sich darauf schließen, dass der Anteil an Familienunternehmen real über den ermittelten Ergebnissen liegt.<sup>48</sup> Ferner zeigen die Hochrechnungen, dass im Jahre 1995 ca. 55 % aller Unternehmensumsätze von Familienunternehmen erwirtschaftet wurden. Für das gleiche Bezugsjahr wurde festgestellt, dass ca. 58 % aller Arbeitnehmer in Deutschland in Familienunternehmen beschäftigt waren.<sup>49</sup> Diese Untersuchungen wurden für das Jahr 2000 nicht durchgeführt.

Auch das IfM in Bonn führte Studien zur volkswirtschaftlichen Bedeutung von Familienunternehmen durch. Für diesen Zweck wurde die MARKUS-Datenbank von Creditreform mit Daten der Jahre 2000 und 2006 genutzt. Diese Untersuchungen beinhalteten mehr als 3,1 Mio. Unternehmen in Deutschland. Im Gegensatz zu Klein (2010) und Klein (2000) bezog das IfM Bonn auch Unternehmen mit weniger als 1 Mio. EUR Umsatz in die Auswertungen ein. Dabei verwendet das Institut einen recht engen Familienunternehmensbegriff. Lediglich solche Unternehmen werden als Familienunternehmen klassifiziert, bei denen eine Einheit von Eigentum und Leitung besteht. Diese Definition bemisst, dass mindestens 50 % der Anteile eines Unternehmens von bis zu zwei natürlichen Personen oder Familienmitgliedern gehalten werden, welche ebenfalls der

---

45 Vgl. Klein (2000), S. 157.

46 Siehe für die Definition laut SFI Abschnitt 2.1.1.

47 Vgl. Klein (2010), S. 42.

48 So zeigt das IfM Bonn, dass die Mehrheit der Unternehmen Deutschlands Kleinunternehmen mit weniger als 1 Mio. EUR Umsatz sind, vgl. Haunschild/Wolter (2010), S. 12–13.

49 Vgl. Klein (2010), S. 44–45.

Unternehmensleitung angehören. Zusätzlich werden Unternehmen, welche von Fremdmanagern verwaltet werden, nicht als Familienunternehmen eingestuft. Als Ergebnis lässt sich festhalten, dass 95,3 % der deutschen Unternehmen im Jahre 2006 als Familienunternehmen identifiziert werden. Dieser Wert erhöhte sich im Vergleich zum Jahre 2000 geringfügig. In dieser Untersuchung belief sich der Anteil der Familienunternehmen auf 95,1 %. Des Weiteren ermittelte das IfM Bonn für das Jahr 2006 einen Umsatzanteil der Familienunternehmen am Gesamtumsatz deutscher Unternehmen von 41,1 %.<sup>50</sup> Als weiteres Ergebnis hält die Studie fest, dass 2006 61,2 % der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten in Deutschland in Familienunternehmen angestellt waren.<sup>51</sup>

Zuletzt führte die Stiftung Familienunternehmen in Zusammenarbeit mit dem Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW) Forschungen zur volkswirtschaftlichen Bedeutung von Familienunternehmen in Deutschland durch. Die Untersuchungen basieren dabei auf Daten des Mannheimer Unternehmenspanels (MUP), welches auf eine Kooperation des ZEW mit dem Verband der Vereine Creditreform e.V. zurückgeht. Hierbei wurde in aufeinanderfolgenden Studien die Entwicklung der Bedeutsamkeit von Familienunternehmen aufgezeigt. Die aktuell letzte Studie stützte sich dabei auf Daten des Jahres 2010. Die Stiftung Familienunternehmen verwendet drei verschiedene Definitionen für Familienunternehmen wobei im Folgenden auf die Ergebnisse der als eigentümergeführten Familienunternehmen eingestuften Gesellschaften eingegangen werden soll. So werden Familienunternehmen dann als eigentümergeführt angesehen, wenn sie von einer überschaubaren Anzahl an Einzelperson kontrolliert werden und wenigstens einer der Eigentümer in der Geschäftsleitung tätig ist. Es zeigt sich, dass für das Jahr 2010 90,0 % der deutschen Unternehmen Familienunternehmen waren – des Weiteren haben Familienunternehmen einen Anteil am Gesamtumsatz aller Unternehmen von 47,0 % inne. Wie Klein (2010) und Klein (2000) kommt die Studie zu dem Ergebnis, dass der Anteil an Familienunternehmen unter den kleineren Unternehmen besonders hoch ist und mit zunehmender Unternehmensgröße abnimmt. Zudem wurde ermittelt, dass 55,8 % der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten in Familienunternehmen tätig sind.<sup>52</sup>

---

50 Für das Jahr 2000 ermittelten die Autoren der Studie einen Wert von 52,5 %. Jedoch weisen sie darauf, dass die Hochrechnungen für das Jahr 2006 stark verbessert wurden, so dass der Wert 2006 ein realistischeres Abbild des Umsatzanteils von Familienunternehmen liefert.

51 Vgl. Haunschild/Wolter (2010), S. 1–29. Im Jahre 2000 lag der Wert bei 57,4 %. Der Unterschied lässt sich damit erklären, dass für das Jahr 2006 das Unternehmensregister als Basis herangezogen wurde. Dieses war im Jahre 2000 noch nicht verfügbar, so dass für diese Periode Hochrechnungen durchgeführt wurden.

52 Vgl. Gottschalk et al. (2011), S. 13–21. Die Vorgängerstudie ermittelte für das Jahr 2008 einen Anteil der Familienunternehmen von 90,6 %. Im selben Jahr beschäftigten Familienunter-

Die Untersuchungsergebnisse aus den einzelnen Studien werden nachfolgend zusammenfassend dargestellt (vgl. Tabelle 2).

Tabelle 2: Anteil von Familienunternehmen an Gesamtunternehmen in Deutschland

Bezugsjahr	Klein		IfM Bonn		Stiftung FU	
	1995	2000	2000	2006	2008	2010
Anteil Familienunternehmen	66,8 %	84,0 %	95,1 %	95,3 %	90,6 %	90,0 %
Umsatzanteil	ca. 55 %	-	52,5 %	41,1 %	46,0 %	47,0 %
Beschäftigte	ca. 58 %	-	57,4 %	61,2 %	49,8 %	55,8 %

Quelle: eigene Darstellung

Somit zeigt sich, dass Familienunternehmen einen signifikanten Stellenwert in der deutschen Wirtschaft einnehmen. Diese Bedeutung untermauert die Notwendigkeit des intensiven Befassens mit dieser Unternehmensform.

## 2.3 Besonderheiten des Typus Familienunternehmen

Zu Beginn der Erforschung von Familienunternehmen in den 1960er bis 1970er Jahren, und auch vielfach heute noch, wird als Basis für die Besonderheiten von Familienunternehmen das Zusammenwirken zweier überlappender Systeme – der Familie und des Unternehmens – herangezogen.<sup>53</sup> Diese Systeme beruhen auf signifikant differenten Fundamenten, die nicht unbedingt immer kompatibel sind.<sup>54</sup> So sprechen Forscher von einer eingebauten Achillesferse in Familienunternehmen.<sup>55</sup> Während die Familie eine soziale Gruppe, welche auf biologisch-emotionalen Prinzipien funktioniert, darstellt, ist das Unternehmen ein organisatorisches System mit rational-ökonomischer Basis.<sup>56</sup> Aus der Kombination der Systeme ergibt sich ein Unternehmenstyp mit einer besonderen Dynamik und besonderen Eigenschaften, die sowohl Chancen als auch Risiken bieten. Diese entstehen dadurch, dass sich die beiden sozialen Gebilde »in der Aus-

nehmen 49,8 % der Sozialversicherungspflichtigen und wiesen einen Umsatzanteil von 46,0 % auf, vgl. Niefert et al. (2009), S. 15–31.

53 Vgl. Achleitner et al. (2010); Beckhard/Dyer, JR. (1983); Lansberg (1983); Barnes/Hershon (1976); Donnelley (1964).

54 Vgl. Kets de Vries (1993), S. 60; Lansberg (1983), S. 40.

55 Vgl. Kets de Vries (1993), S. 60.

56 Vgl. Achleitner et al. (2010), S. 2.

prägung ihrer systemspezifischen Struktur [...] wechselseitig nachhaltig prägen.«<sup>57</sup>

In jüngerer Zeit wird jedoch verstärkt eine dritte Komponente zur Ergründung von Familienunternehmen einbezogen – das Eigentum am Familienunternehmen. So befassen sich einige der wichtigsten Problemstellungen, denen Familienunternehmen gegenüberstehen, viel mehr mit der Unterscheidung zwischen Eigentümer und Manager als mit der Familie und dem Unternehmen als Ganzem.<sup>58</sup> Damit ergibt sich ein Modell zur Darstellung von Familienunternehmen, welches aus drei überlappenden Systemen – Familie, Eigentum und Unternehmen – besteht. Dieses Modell wird in Form eines Dreikreismodells dargestellt (siehe Abbildung 2).

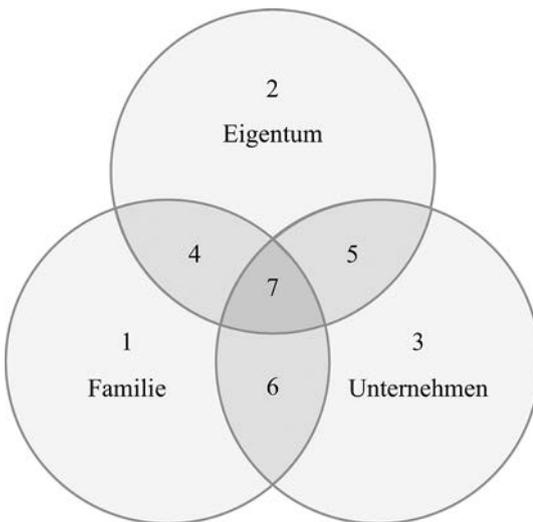


Abbildung 2: Dreikreismodell [Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Wimmer/Groth/Simon (2004), S. 4; Gersick et al. (1997), S. 6]

Innerhalb dieser Darstellung kann jeder Angehörige eines Familienunternehmens in einem der sich durch die Überlappung ergebenden sieben Bereiche positioniert werden.<sup>59</sup> Beispielsweise kann ein Familienmitglied, welches Anteile am Unternehmen besitzt, jedoch nicht darin beschäftigt ist, in Sektor 4 angesiedelt werden. Ein familienzugehöriger Geschäftsführer mit Anteilen am Unternehmen gehört zu Bereich 7, während ein Pendant ohne Familienmitgliedschaft in Bereich 5 abgebildet wird. Hieraus wird ersichtlich, dass sich für die

57 Wimmer et al. (2005), S. 7.

58 Vgl. Gersick et al. (1997), S. 5; Tagiuri/Davis (1996), S. 199–201.

59 Vgl. Gersick et al. (1997), S. 6.

einzelnen Familienmitglieder differente Perspektiven und aufgrund ihrer individuellen Stellungen auch mitunter divergente Interessen am familieneigenen Unternehmen ergeben.<sup>60</sup> So hat ein Familieneigentümer mit Managementtätigkeit, der auf die Gesundheit des Unternehmens bedacht ist, eine andere Vorstellung von der Unternehmensführung als ein Familienmitglied mit Anteilen am Unternehmen, das von den Dividenden lebt.<sup>61</sup> Letzteres könnte so bspw. auf die Ausschüttung von Kapitalreserven drängen, welche ein Managementmitglied als zu großen Eingriff in die Substanz des Unternehmens erachtet und deren Einbehaltung für das zukünftige Wachstum und die positive Entwicklung des Unternehmens unabdingbar sind.<sup>62</sup> Um ein Verständnis für Familienunternehmen zu entwickeln, ist es daher notwendig, alle Subsysteme gemeinsam in die Betrachtung einzubeziehen. Aus dem hochkomplexen Zusammenspiel der drei gekoppelten Systeme resultiert, dass sich Familienunternehmen in ihrem Wirken in einem ständigen Spannungsfeld befinden.<sup>63</sup>

Dabei ist zu beachten, dass ein Familienunternehmen kein statisches System ist, sondern einer ständigen Entwicklung unterliegt, welche durch die Entwicklung in den drei Subsystemen hervorgerufen wird.<sup>64</sup> Gersick et al. (1997) beschreiben die im Zeitverlauf auftretenden Änderungen der drei Subsysteme – Familie, Eigentum und Unternehmen – in einem Modell (siehe Abbildung 3). Zwar lässt sich dieses Schema aufgrund der unterschiedlichen eigenen Strukturen und Eigenheiten eines jeden Unternehmens nicht auf sämtliche Familienunternehmen anwenden, dennoch zeigt es anschaulich, welche Entwicklungsstufen Familienunternehmen oftmals durchlaufen. So steht zu Beginn der Entwicklung auf der Familienachse häufig die junge Unternehmerfamilie. Später tritt die nachfolgende Generation in das Unternehmen ein, partizipiert an der Organisation, bis letztlich die Phase der Nachfolgeregelung erreicht wird. Auf Eigentümerseite entwickeln sich über das Familienwachstum häufig verzweigte Strukturen, durch die verschiedene Familienlinien in den Generationen nach der Gründung am Unternehmen beteiligt sind. Das Unternehmen selbst folgt dem natürlichen Lebenszyklus einer Organisation von der Gründung über die Expansion bis hin zur Reifephase. Auf jeder Entwicklungsstufe nehmen die Dimensionen eine neue Form mit neuen Charakteristika an.<sup>65</sup>

Zwar prägen sich die Subsysteme gegenseitig in ihrem Strukturaufbau, jedoch sind sie dabei in ihrer eigenen Entwicklung unabhängig. Wimmer/Groth/Simon (2004) sprechen in diesem Zusammenhang auch von der strukturellen

---

60 Vgl. Gersick et al. (1997), S. 7–14.

61 Vgl. Miller/Le Breton-Miller (2003), S. 128.

62 Vgl. Gallo/Sveen (1991), S. 184.

63 Vgl. Westhead/Howorth/Cowling (2002), S. 249.

64 Vgl. Wimmer/Groth/Simon (2004), S. 5.

65 Vgl. Gersick et al. (1997), S. 15–24.

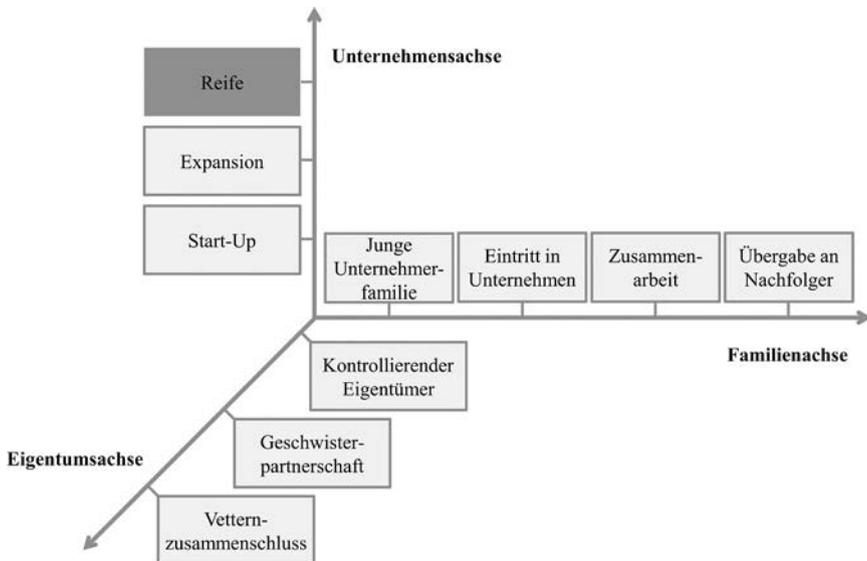


Abbildung 3: Zeitliche Entwicklung von Familienunternehmen [Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Gersick et al. (1997), S. 17]

Koppelung der sozialen Systeme.<sup>66</sup> Diese zeigt sich darin, dass das Unternehmen sich durch Merkmale auszeichnet, welche einen familialen Charakter aufweisen, wie bspw. die Bevorzugung mündlicher Kommunikation oder die Entwicklung der Organisation um einzelne Personen herum mit der Vermeidung allzu formaler Strukturen. Auch die Familie wird durch die strukturelle Koppelung in ihrer Entwicklung beeinflusst. Die Sicherung des Unternehmens ist ebenso Teil der familialen Herausforderung wie auch bspw. die Kindererziehung und ist dabei signifikanter Bestandteil der familieninternen Kommunikation. Aufgrund des gemeinsamen Eigentums entwickeln sich generationsübergreifende Verwandtschaftsbeziehungen mit hoher Bedeutung für die Dynamik innerhalb der Familie. Somit ist das Familienunternehmen als Ergebnis der Koevolution der drei Systeme, die dabei jeweils ihrer eigenen Logik verpflichtet sind, zu sehen. Aus dieser Koevolution rührt auch das spezifische Chancen-Risiko-Potenzial dieses Unternehmenstyps her.<sup>67</sup> Die Chancen eines Familienunternehmens hängen dabei entscheidend von der Synchronisation der drei identifizierten Systeme ab. Werden die Strukturen über die Zeit so entwickelt, dass die notwendigen Veränderungen und Konfliktpotenziale zum gegenseitigen Nutzen als

<sup>66</sup> Vgl. Wimmer/Groth/Simon (2004), S. 5.

<sup>67</sup> Vgl. Wimmer/Groth/Simon (2004), S. 5–7.

Impulse für die weitere Entwicklung aufgefasst werden, dann weist das Unternehmen einzigartige Ressourcen auf.<sup>68</sup>

Im Rahmen des *resource-based view* bezeichnen Habbershon/Williams (1999) dieses einmalige Ressourcenpotenzial von Familienunternehmen aufgrund der Koppelung der drei Systeme als »*familiness*«. <sup>69</sup> Der *resource-based view* wird oftmals herangezogen, um unter Betrachtung der zur Verfügung stehenden Ressourcen die einzigartigen Eigenschaften eines Unternehmens aus strategischer Sicht zu beschreiben und die daraus resultierenden Vor- und Nachteile im Wettbewerbsvergleich zu erklären. Unter bestimmten Voraussetzungen können die Ressourcen die Basis für lang anhaltende Wettbewerbsvorteile eines Unternehmens sein. Dazu müssen sie vier Eigenschaften aufweisen: Sie müssen wertvoll, selten, nicht vollständig imitierbar und nicht substituierbar sein.<sup>70</sup> Entscheidend ist zudem, dass Unternehmen fähig sowie bereit sind und eine Strategie entwickeln, diese Ressourcen überhaupt effektiv zu nutzen und zu fördern.<sup>71</sup> Der Bedeutung von Ressourcen kommt bei Familienunternehmen eine besondere Rolle zu, da sich aufgrund der Interaktion der Familie mit dem Unternehmen für diesen Unternehmenstyp ein einzigartiges Bündel an Ressourcen ergibt.<sup>72</sup> Viele der möglichen Vorteile von Familienunternehmen beruhen auf ihren pfadabhängigen Ressourcen, ihren spezifischen organisatorischen Prozessen, dem sozialen Verhalten und den Handlungsweisen oder Führungs- und Strategieentwicklungsfähigkeiten. Diese systemischen Einflüsse führen zu spezifischen Ressourcen und Fähigkeiten, die dem Familienunternehmen vorbehalten sind.<sup>73</sup>

Durch eine Erschließung der Ressourcen und einer positiven Ausprägung der *familiness* können Familienunternehmen einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil erreichen.<sup>74</sup> Können die Strukturen Familie, Eigentum und Unternehmen jedoch nicht erfolgreich gemeinsam entwickelt werden, wie dies z. B. bei einem Zerbrechen des Familienzusammenhalts auftritt, dann birgt dieser Unternehmenstyp ein hohes, spezifisches Risikopotenzial.<sup>75</sup> Aus diesem Grund postulieren Wimmer/Groth/Simon (2004):

---

68 Vgl. Wimmer/Groth/Simon (2004), S. 8.

69 Habbershon/Williams (1999), S. 11.

70 Vgl. Barney (1991), S. 105–106.

71 Vgl. Collis/Montgomery (2008), S. 147; Chrisman/Chua/Zahra (2003), S. 361; Sirmon/Hitt (2003), S. 340–341; Grant (1991), S. 133.

72 Vgl. Habbershon/Williams/MacMillan (2003), S. 460; Habbershon/Williams (1999), S. 11.

73 Vgl. Habbershon/Williams/MacMillan (2003), S. 459.

74 Vgl. Eddleston/Kellermanns/Sarathy (2008), S. 41; Nordqvist (2005), S. 287.

75 Vgl. Wimmer/Groth/Simon (2004), S. 8.

»[Familienunternehmen] sind nur selten durchschnittlich, ihre Entwicklung verläuft oft entweder überaus positiv oder aber unterdurchschnittlich bzw. sehr kritisch.«<sup>76</sup>

### 2.3.1 Eigenschaften von Familienunternehmen

Aus den Ausführungen zu den Besonderheiten von Familienunternehmen wird ersichtlich, dass jedes Familienunternehmen eigene Ausprägungen und Entwicklungen aufweist die durch die Koevolution der Subsysteme Familie, Eigentum und Unternehmen hervorgerufen werden. Damit existiert nicht *das eine* Familienunternehmen. Jedoch konnten verschiedene Eigenschaften mit positiven und z. T. auch negativen Folgen in der einschlägigen Fachliteratur identifiziert werden, welche bei diesem Unternehmenstyp verstärkt auftreten. Dazu zählen eine langfristig ausgelegte Unternehmensstrategie, der Wunsch nach Kontrollerhalt, eine gewisse Risikoaversion und eine weitreichende Verschwiegenheit.

#### 2.3.1.1 Langfristorientierung

Familienunternehmen weisen häufig eine starke Langfristorientierung auf.<sup>77</sup> Diese äußert sich in einer auf lange Sicht ausgelegten Strategie des Unternehmens. James (1999) spricht hierbei von einem langfristigen Horizont in Familienunternehmen. So entwickeln Familien in vielen Fällen eine Vision für eine (bessere) Zukunft des Familienverbundes. Dabei dient das familieneigene Unternehmen als Vehikel, welches dazu dient, diesen in der Zukunft liegenden Zustand zu erreichen.<sup>78</sup> Als Beispiel für die Langfristorientierung führen Le Breton-Miller/Miller (2006) die deutlich längere Verweildauer von Chief Executive Officers (CEOs) in familiengeführten Unternehmen im Vergleich zu Nichtfamilienunternehmen an.<sup>79</sup>

Im Zusammenhang mit der Langfristorientierung in Familienunternehmen fällt häufig der Begriff *patient capital*. So verfolgen Familienunternehmer eine in Bezug auf das Unternehmensrisiko ausgewogene Strategie. Anstatt nach kurzfristigen Erfolgen zu streben, wie dies häufig in großen Unternehmen mit atomistischer Eigentümerstruktur der Fall ist, wird ein beständiger Wachstumskurs

76 Wimmer/Groth/Simon (2004), S. 8.

77 Vgl. Chrisman et al. (2012); Eddleston/Kellermanns/Zellweger (2012); Sharma/Sharma (2011); Anderson/Reeb (2003a); Klein (2000); Chua/Chrisman/Sharma (1999); Kets de Vries (1993).

78 Vgl. Chua/Chrisman/Sharma (1999), S. 24.

79 Vgl. Le Breton-Miller/Miller (2006), S. 733.

mit langfristig ausgelegten Investitionen angestrebt.<sup>80</sup> Dabei kann auch auf hohe kurzfristige Erträge zugunsten der langfristigen Orientierung verzichtet werden.<sup>81</sup>

Die vorherrschende Motivation für eine langfristige Ausrichtung ist der Wunsch nach einer Weitergabe des Unternehmens an die nachfolgenden Generationen. James (1999) führt diesen Wunsch auf die Beziehungsverflechtungen, welche durch das Mitwirken in einem Familienverbund entstehen, zurück. Die Loyalität zu den Familienmitgliedern und das Bewusstsein, dass eigene Entbehrungen langfristig der gesamten Familie zugutekommen, führen zu weitsichtigen Entscheidungen in Familienunternehmen. Zudem dient die langfristige Ausrichtung als eine Form der Familienversicherung gegen zukünftige Risiken wie Krankheit im Alter, Arbeitslosigkeit und widrige ökonomische Bedingungen, insbesondere für die in den Ruhestand tretende Generation.<sup>82</sup>

Die Langfristorientierung führt dazu, dass Familienunternehmen bessere Beziehungen zu Stakeholdern wie Kunden, Lieferanten und Geldgebern aufbauen als andere Unternehmensformen. Dadurch wird das Unternehmen in schwierigen Zeiten gestützt und die Übernahme durch nachfolgende Generationen erleichtert.<sup>83</sup> Außerdem geht aus einer langfristigen Ausrichtung ein besseres Verständnis des eigenen Geschäftsmodells und der eigenen Produkte hervor, wodurch Vorteile gegenüber Wettbewerbern entstehen.<sup>84</sup>

### 2.3.1.2 Kontrollerhalt

Familienunternehmen sind häufig bereits über mehrere Generationen im Besitz der Familie.<sup>85</sup> Dabei zeigt sich sehr oft der Wille, auch in Zukunft die Kontrolle über das Unternehmen zu behalten. Somit soll die unternehmerische Autonomie über das Familienunternehmen erhalten werden, welche es der Familie erlaubt, über ihr künftiges Schicksal eigenständig zu verfügen.<sup>86</sup>

Der Wunsch nach dem Kontrollerhalt über das eigene Unternehmen ist so stark ausgeprägt, dass es als »Selbstzweck«<sup>87</sup> für Familienunternehmen gilt und für López-Gracia/Sánchez-Andújar (2007) das oberste Finanzierungsziel von

---

80 Vgl. Sirmon/Hitt (2003), S. 343; Teece (1992), S. 96.

81 Vgl. Visscher/Aronoff/Ward (1995), S. 3.

82 Vgl. James (1999), S. 47–49.

83 Vgl. Miller/Le Breton-Miller/Scholnick (2008), S. 80; Le Breton-Miller/Miller (2006), S. 740.

84 Vgl. Anderson/Reeb (2003a), S. 1305.

85 Vgl. Klein (2000), S. 161–162.

86 Vgl. Wimmer/Groth/Simon (2004), S. 46.

87 Ernst & Young/Family Business Center (2005), S. 13.

Familienunternehmen darstellt.<sup>88</sup> Dies zeigt sich in einem Widerstand gegen Eigenkapitalinvestoren und gegenüber einem allgemein zu großen Einfluss von Außenstehenden. So lehnen viele Familienunternehmen Private Equity als Finanzierungsmöglichkeit aus Furcht vor einer Kontrollverwässerung und einer zu großen Einflussnahme auf das Unternehmen ab. Dabei tritt häufig die Sorge hervor, dass Familienmanager durch Außenstehende ersetzt werden.<sup>89</sup> Statt einer Außenfinanzierung präferieren Familienunternehmen intern generierte Finanzierungsmittel.<sup>90</sup> Jedoch stehen diese nicht immer ausreichend zur Verfügung. In der Folge bevorzugen Familienunternehmen Fremdkapital in der Form von nicht kontrollverwässerndem Kapital.<sup>91</sup> Allerdings können Familienunternehmen auch Vorbehalte gegenüber diese Finanzierungsform zeigen. So wird auch hier eine zu große Einflussnahme von Fremdkapitalgegnern, wie dies bswp. mit der Durchsetzung von Covenants durch Banken möglich ist, als nicht erstrebenswert erachtet.<sup>92</sup>

Aufgrund der aus der hohen Kontrollkonzentration resultierenden gestalterischen Unabhängigkeit unterliegen Familienunternehmen weniger dem Druck und der Aufmerksamkeit von Außenstehenden. So müssen nicht, wie dies für börsennotierte Unternehmen der Fall ist, quartalsweise Finanzzahlen vorgelegt und Entscheidungen permanent gegenüber den einzelnen Anteilseignern verteidigt werden.<sup>93</sup> Als Folge zeigen Jiraporn/DaDalt (2009), dass durch die unternehmerische Unabhängigkeit Erträge in Familienunternehmen nicht so stark manipuliert werden wie in Nicht-Familienunternehmen.<sup>94</sup> Dies erlaubt damit das Verfolgen der in Abschnitt 2.3.1.1 angesprochenen, für Familienunternehmen typischen, langfristig orientierten Strategie. Ein weiterer Vorteil aus der konzentrierten Eigentumsstruktur besteht darin, dass es leichter fällt, Informationen an das Unternehmensumfeld zurückzuhalten. Dies kann zu Wettbewerbsvorteilen für ein Familienunternehmen führen, da es Konkurrenten erschwert wird zu erkennen, was das Unternehmen plant.<sup>95</sup>

Ein zu starker Fokus auf Kontrollerhalt und Unabhängigkeit kann sich jedoch auch nachteilig auswirken. So können sich Isolationstendenzen in der Form von

---

88 Vgl. López-Gracia/Sánchez-Andújar (2007), S. 281.

89 Vgl. Poutziouris (2001), S. 287.

90 Vgl. López-Gracia/Sánchez-Andújar (2007), S. 280; McConaughy/Phillips (1999), S. 129.

91 Vgl. Croci/Doukas/Gonenc (2011), S. 862; Romano/Tanewski/Smyrniotis (2001), S. 303–305.

92 Vgl. Matthews et al. (1994), S. 359.

93 Vgl. Jiraporn/DaDalt (2009), S. 114; Kets de Vries (1993), S. 62.

94 Vgl. Jiraporn/DaDalt (2009), S. 117–118. Die Autoren zeigen, dass Familienunternehmen bei der Rechnungslegung weniger Bilanzveränderungen vornehmen – mit dem Zweck eines besseren Bildes der Ertragslage zu vermitteln.

95 Vgl. Kets de Vries (1993), S. 62. Vgl. in diesem Zusammenhang auch den Wunsch nach Intransparenz bzw. Verschwiegenheit, welchen Familienunternehmen oftmals äußern. Dieser wird in Abschnitt 2.3.1.4 ausgeführt.

Abschottungen und der Leugnung überlebenswichtiger Abhängigkeiten von anderen bemerkbar machen.<sup>96</sup> In der Folge kann sich das starre Festhalten an Kontrolle negativ auf das Unternehmenswachstum auswirken. Dies ist zum einen dann möglich, wenn das eigene Unternehmen als Vermächtnis angesehen und deshalb versucht wird, die Kontrolle über das Unternehmen langfristig komplett in der Familie zu halten, obwohl es vorteilhafter wäre, diese z. T. oder ganz zugunsten einer erfolgreichen Unternehmensentwicklung abzugeben.<sup>97</sup> Zum anderen können Wachstumspotenziale dann nicht genutzt werden, wenn die zur Verfügung stehenden Finanzierungsinstrumente, wie bspw. Private Equity, abgelehnt werden. Poutziouris (2001) spricht hier sogar von einem Wachstums-versus-Kontroll-Dilemma, in welchem Familienunternehmen sich befinden.<sup>98</sup> Ein weiteres Problem kann die Personalpolitik bilden, wenn wichtige Positionen im Unternehmen mit Familienmitgliedern besetzt werden, damit keine Kontrolle über das Unternehmen an Außenstehende übergeht. Dies ist insbesondere dann problematisch, wenn die Familienmitglieder für die Positionen nicht qualifiziert sind. In der Folge kann sich dies negativ auf die Effektivität und die weitere Entwicklung des Unternehmens auswirken.<sup>99</sup> Zudem können durch die Besetzung von Schlüsselpositionen mit Familienmitgliedern externe Manager abgeschreckt werden. So können durch mangelnde Aufstiegsperspektiven externe Manager davon abgehalten werden, überhaupt in einem Familienunternehmen tätig zu sein oder dort langfristig zu verweilen.<sup>100</sup>

Es zeigt sich also, dass ein hoher Kontrollfokus durchaus von Vorteilen begleitet wird, sich jedoch auch negativ auf die Unternehmensentwicklung niederschlagen kann. Da in vielen Fällen die Familien alleine über die Finanzausstattung des eigenen Unternehmens entscheiden, muss diese Eigenschaft des Typus Familienunternehmen von Finanzbeteiligten bei der Ergründung der Finanzierungsanforderungen von Familienunternehmen bedacht werden.

### 2.3.1.3 Risikoaversion

Verschiedene wissenschaftliche Veröffentlichungen schreiben Familienunternehmen eine auf Risikominimierung ausgerichtete Unternehmensstrategie zu. So sind Studien existent, welche die Risikoaversion von Familienunternehmen durch eine Betrachtung des Verschuldungsgrades annähern. Da sich mit steigendem Verschuldungsgrad eines Unternehmens die Insolvenzwahrschein-

96 Vgl. Wimmer/Groth/Simon (2004), S. 46.

97 Vgl. Bertrand/Schoar (2006), S. 79.

98 Vgl. Poutziouris (2001), S. 282.

99 Vgl. Burkart/Panunzi/Shleifer (2003), S. 2169–2170; Ward (1997), S. 331–332; Dunn (1995), S. 21; Lansberg (1983), S. 41.

100 Vgl. Sirmon/Hitt (2003), S. 342.

lichkeit und damit das Risiko, die Kontrolle über das Unternehmen zu verlieren, erhöht, tendieren Familienunternehmen dazu, weniger Fremdkapital aufzunehmen.<sup>101</sup> Als Folge zeigen verschiedene Untersuchungen, dass Familienunternehmen eine durchschnittlich geringere Verschuldungsquote als Nicht-Familienunternehmen aufweisen.<sup>102</sup> Des Weiteren führt die enge Bindung des persönlichen Wohlstands an das Familienunternehmen zu einer geringeren Risikoneigung als in Nicht-Familienunternehmen.<sup>103</sup> Familienunternehmer sind häufig kaum diversifizierte Investoren, welche einen Großteil ihres Vermögens im eigenen Unternehmen angelegt haben. So zeigen Anderson/Mansi/Reeb (2003), dass Unternehmerfamilien in den USA im Durchschnitt über 69 % ihres Vermögens im eigenen Unternehmen investiert haben.<sup>104</sup> Zu ähnlichen Ergebnissen kommen Holmen/Knopf/Peterson (2007) bei der Auswertung ihres Datensatzes mit schwedischen Unternehmen. Die Autoren belegen, dass schwedische Unternehmerfamilien im Durchschnitt 50 % ihres gesamten Vermögens im eigenen Unternehmen gebunden haben.<sup>105</sup> Die Stellung als Inhaber des Unternehmens erlaubt der Familie große Handlungsspielräume und den Bezug von stetigen Ausschüttungen, welche das Unternehmen generiert und zum Wohlstand der Familie beiträgt. Entfällt dieser Wohlstand, werden nicht nur die derzeitige Generation, sondern auch zukünftige Generationen schwerwiegend beeinträchtigt. Deshalb wählen viele Familienunternehmen eine konservative Strategie in Bezug auf das Unternehmensrisiko.<sup>106</sup>

In diesem Zusammenhang lässt sich auch ein Einfluss der Beschäftigungsdauer des CEO auf die Risikobereitschaft festhalten. Deren Länge korreliert negativ mit der Risikoneigung von Geschäftsführern. Es zeigt sich, dass der Verschuldungsgrad sowie die Bereitschaft zur radikalen Innovation und zu risikoreichen Wagnissen mit zunehmender Beschäftigungsdauer des CEO abnehmen.<sup>107</sup> Damit lässt sich auch eine direkte Verbindung zur höheren Risikoaversion in Familienunternehmen im Vergleich zu Nicht-Familienunternehmen ableiten. Da CEOs in Familienunternehmen durchschnittlich länger im Amt verbleiben als in Nicht-Familienunternehmen<sup>108</sup>, ergibt sich bereits über die längere Beschäftigungsdauer eine Tendenz zur verminderten Risikobereitschaft in Familienunternehmen.

---

101 Vgl. Mishra/McConaughy (1999), S. 53.

102 Vgl. Gomez-Mejia/Makri/Kintana (2010); Villalonga/Amit (2009); Jiraporn/DaDalt (2009); Gallo/Tàpies/Cappuyns (2004); Mishra/McConaughy (1999); Gallo/Vilaseca (1996).

103 Vgl. Bianco et al. (2012), S. 1036.

104 Vgl. Anderson/Mansi/Reeb (2003), S. 267.

105 Vgl. Holmen/Knopf/Peterson (2007), S. 1477.

106 Vgl. Anderson/Duru/Reeb (2012), S. 1746; Mishra/McConaughy (1999), S. 53–54; Daily/Dollinger (1993), S. 80.

107 Vgl. Zahra (2005), S. 35; May (1995), S. 1305–1306.

108 Vgl. Le Breton-Miller/Miller (2006), S. 733.

Anderson/Reeb (2003b) schlagen für Familienunternehmen eine Investitionsstrategie vor, bei welcher sie durch Diversifikation das Unternehmensrisiko reduzieren.<sup>109</sup> Als weiteren Ansatzpunkt lässt sich die Diversifikation auch auf die Unternehmensfinanzierung anwenden. Dadurch ließen sich Abhängigkeitsverhältnisse von Kapitalgebern verringern. Wird externes Kapital von verschiedenen Quellen bezogen und der Anteil einzelner Kapitalgeber am Gesamtkapital begrenzt, so könnte sich das Familienunternehmen eines zu großen Einflusses einzelner Kapitalbereitsteller in gewissem Maße entziehen. Durch solch eine Diversifikation kann zudem das Unternehmensrisiko verringert werden. So kann sich das Unternehmen mit der Verwendung verschiedener Kapitalquellen und -formen gegen den Fall der Insolvenz eines Kapitalgebers absichern. Ob dies eine theoretisch erstrebenswerte Option für Familienunternehmen ist und auch in der Praxis Anwendung findet, soll im weiteren Verlauf der Forschungsarbeit überprüft werden.

#### 2.3.1.4 Verschwiegenheit

Familienunternehmen treten in der Öffentlichkeit häufig wenig in Erscheinung, sodass Außenstehende oftmals kaum Informationen über das Unternehmen erhalten. Diese Verschwiegenheit wird oftmals bewusst von Familienunternehmen forciert. So zeigt sich, dass Familienunternehmen weniger Unternehmensinterna, welche Aufschlüsse über die Unternehmensführung vermitteln, preisgeben als Nicht-Familienunternehmen.<sup>110</sup> Als Grund wird dabei der Schutz des Unternehmens vor dem Wettbewerb angeführt. So verhindert das Zurückhalten von Unternehmensinterna, dass Konkurrenten wertvolle Einblicke erhalten oder Kunden verstärkten Preisdruck auf das Unternehmen ausüben. Zudem zweifeln Familienunternehmen den Nutzen der Offenlegung von Informationen auch aus Gründen der einhergehenden hohen Kosten, welche ein ausführliches und regelmäßiges Reporting hervorruft, an.<sup>111</sup>

Oftmals kann auch eine Intransparenz innerhalb des Unternehmens konstatiert werden. So wird bspw. die Unternehmensplanung stellenweise abgeschirmt und nur von wenigen Eingeweihten durchgeführt.<sup>112</sup> Diese Verheimlichung kann sogar so stark ausgeprägt sein, dass nicht einmal alle Familienmitglieder Einsicht in die Finanzen erhalten und nur wenige Angehörige umfassend informiert sind.<sup>113</sup>

Laut Achleitner et al. (2011) verfolgen manche Familienunternehmen eine

109 Vgl. Anderson/Reeb (2003b), S. 657.

110 Vgl. Ali/Chen/Radhakrishnan (2007), S. 264–270. Litz (1997), S. 60.

111 Vgl. Achleitner et al. (2011), S. 70; Anderson/Duru/Reeb (2009), S. 206.

112 Vgl. Ward (2011), S. 4–5; Kotey (2005), S. 7.

113 Vgl. Wimmer (1997), S. 148.

regelrechte Verschleierungspolitik. Dabei wird die Unternehmensstruktur so gewählt, dass zwar (Teil-)Konzernabschlüsse, nicht jedoch das Gesamtergebnis der Gruppe veröffentlicht werden. Möglich ist dies z. B. durch die Wahl einer Stiftung oder Personengesellschaft als Rechtsform für die oberste Unternehmensebene. Diese Rechtsformen sind von der Offenlegungsvorschrift befreit oder müssen lediglich eine rudimentäre Form des Abschlusses vorlegen.<sup>114</sup>

Eine hohe Verschwiegenheit hat große Auswirkungen auf die Finanzierung eines Unternehmens. So fordern (potenzielle) Kapitalgeber einen vertieften Einblick in die Rechnungslegung und die Strukturen von Unternehmen. Hier ist entscheidend, inwiefern die Geschäftsführung Einblick in das Innere des Unternehmens gewährt. Wird die Durchsicht externen Kapitalgebern verwehrt, so besteht im Zweifelsfall keine Möglichkeit, diese zu einer Finanzierung zu bewegen. Somit ist eine zu große Verschwiegenheit im Hinblick auf die Unternehmensfinanzierung durchaus kritisch zu sehen. Wie weit eine solche bewusste Intransparenz Familienunternehmen bei der Suche nach verschiedenen Kapitalquellen behindert, welche Auswirkungen sie auf die Wahl der Finanzierungsform hat und welche Finanzierungsmittel sich mit ihr zu einem gewissen Grad vereinbaren lassen, wird im weiteren Verlauf der vorliegenden Arbeit ausgeführt.

### 2.3.2 Theoretische Ansätze zur Erklärung der Besonderheiten von Familienunternehmen

Als theoretisches Gerüst zur Beschreibung von Familienunternehmen werden oftmals die *Agency-Theorie* und deren Gegenmodell, die *Stewardship-Theorie*, herangezogen. Diese sollen nachfolgend dargestellt und ihre Anwendbarkeit in Familienunternehmen aufgezeigt werden. In jüngerer Vergangenheit kam zudem ein neuer Ansatz aus der Familienunternehmensforschung auf, welcher auf die Separierung der Eigenheiten von Familienunternehmen abzielt: der *Socioemotional Wealth-Ansatz*.

#### 2.3.2.1 Agency-Theorie

Der Ansatz der Agency-Theorie mit seinen grundlegenden Prämissen ist vor dem Hintergrund der Neuen Institutionenökonomie zu betrachten. Diese geht zurück auf die Ausführungen von Coase (1937). Sie untersucht die Auswirkungen von Institutionen (z. B. Verträge oder Organisationen) auf das menschliche Verhalten. Dabei wird insbesondere auf die effiziente Gestaltung

---

114 Vgl. Achleitner et al. (2011), S. 70.

der Institutionen eingegangen. Die Neue Institutionenökonomie beruht auf der Annahme von Menschen mit begrenzter Rationalität, welche in ihren Handlungen aufeinander angewiesen sind. Die begrenzte Rationalität des Einzelnen ergibt sich aus dem unterschiedlichen Wissensstand von nicht vollständig informierten Akteuren.<sup>115</sup> Dabei wird unterstellt, dass jeder Mensch bestrebt ist, seinen eigenen Nutzen zu maximieren, wobei er bei diesem Unterfangen auch bewusst die Schädigung anderer Individuen in Kauf nehmen kann (Opportunismus). Der Theorie liegt darüber hinaus die Annahme des methodologischen Individualismus zugrunde, also die Auffassung, dass Institutionen das Ergebnis der Handlungen und Entscheidungen der einzelnen Akteure sind. Die Neue Institutionenökonomie lässt sich nicht als einheitliches Theoriegebäude verstehen. Sie beinhaltet vielmehr methodologisch artverwandte Theorien, welche sich gegenseitig überlappen oder gegenseitig bedingen, aber auch Unterschiede aufweisen. Dabei haben sich insbesondere drei Theorien hervorgetan, welchen die einzelnen Ansätze zugeordnet werden können: Die Transaktionskosten-, die Verfügungsrechtetheorie (Property Rights Theory) und die Prinzipal-Agent-Theorie oder auch Agency-Theorie (vgl. Abbildung 4).<sup>116</sup> Insbesondere letztere findet dabei in der Familienunternehmensforschung Anwendung.

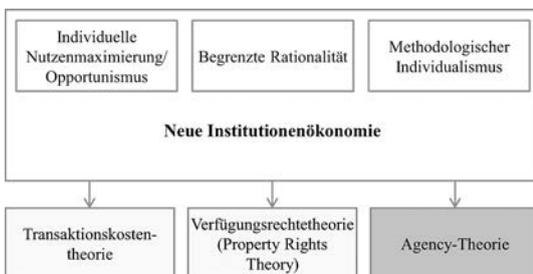


Abbildung 4: Agency-Theorie in der Neuen Institutionenökonomie [Quelle: eigene Darstellung]

Das Konzept der Agency-Theorie basiert auf der Annahme eines Vertragsabschlusses zwischen den Beteiligten. Zwischen zwei Parteien entsteht dann eine Agency-Beziehung, wenn eine Partei (der Prinzipal) Aufgaben an eine andere Partei (den Agenten) delegiert und diese Delegation die Übertragung von Entscheidungsrechten auf den Agenten beinhaltet. In der Folge ergeben sich aus der Informationsasymmetrie zu Ungunsten des Prinzipals Handlungsspielräume für

115 Unvollkommene Information führt zwangsläufig zu einer subjektiven Wahrnehmung der Umwelt. Da die Entscheidungen des Individuums höchstens im Hinblick auf sein begrenztes verfügbares Wissen optimal sind, lässt sich sein (Optimierungs-)Verhalten nicht mehr als objektiv rational bestätigen.

116 Vgl. Picot/Dietl/Franck (2008), S. 31–46.

den Agenten. Unter der Annahme, dass beide Parteien ihren persönlichen Nutzen maximieren, kann dies zu Konflikten in der Beziehung zwischen Prinzipal und Agent führen.<sup>117</sup>

Grundsätzlich entsteht ein Problem, wenn die Wünsche und Ziele von Prinzipal und Agent in Konflikt zueinander stehen und es für den Prinzipal teuer und schwierig ist, zu überprüfen, was der Agent tatsächlich unternimmt (*agency problem*). Das Problem besteht darin, dass der Prinzipal nicht verifizieren kann, ob der Agent angemessen gehandelt hat.<sup>118</sup> Es liegt also asymmetrische Information vor. Dabei wird zwischen Unsicherheit vor und nach Vertragsabschluss unterschieden.

Unsicherheit vor Vertragsabschluss tritt dann auf, wenn der Agent im Gegensatz zum Prinzipal über Wissen hinsichtlich der Qualitätsmerkmale, wie bspw. die Managementfähigkeit des Agenten, verfügt (*hidden information*). Hier ist es möglich, dass der Agent seine wahren Eigenschaften zu seinem eigenen Nutzen verschleiert. Dies kann dazu führen, dass Agenten mit schlechter Qualität Agenten mit guter Qualität aus dem Markt drängen, sodass sich Prinzipale am Ende aus dem Markt zurückziehen (*adverse selection*).<sup>119</sup> Möglichkeiten zur Vermeidung oder Minderung dieses Problems stellen die umfassende Information des Prinzipals durch den Agenten (*signalling*)<sup>120</sup> oder die gründliche und teure Information von Seiten des Prinzipals (*screening*) dar.<sup>121</sup>

Unsicherheit nach Vertragsabschluss existiert, wenn der Prinzipal das Verhalten des Agenten nicht oder nicht kostenfrei bewerten kann (*hidden action*). Dieser Fall ermöglicht dem Agenten Spielraum für opportunistisches Verhalten, welches dazu führen kann, dass der Agent Entscheidungen trifft, welche zum Nachteil des Prinzipals sind (*moral hazard*).<sup>122</sup> Jensen/Meckling (1976) zeigen zwei Möglichkeiten auf diesem Konflikt entgegenzuwirken: So können durch Anreizsetzung (*incentivizing*) die Interessen des Agenten an die des Prinzipals

117 Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 308; Ross (1973), S. 134.

118 Vgl. hierzu Eisenhardt (1989a), S. 58.

119 Vgl. Akerlof (1970). Zu diesen Ausführungen siehe auch Abschnitt 3.3.2.1.

120 Siehe hierzu Abschnitt 3.3.2.1.

121 Vgl. Picot/Dietl/Franck (2008), S. 76.

122 Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 540–546. Eisenhardt (1989a) gibt an, dass ein weiteres Problem hervorgerufen wird, wenn Prinzipal und Agent unterschiedliche Risikoneigungen aufweisen (*risk sharing*). In der Folge präferieren Prinzipal und Agent aufgrund dieser divergierenden Einstellung unterschiedliche Handlungen, vgl. Eisenhardt (1989a), S. 58. Die Theorie geht davon aus, dass Investoren (Prinzipale) aufgrund ihres diversifizierten Portfolios risikoneutral sind, während Manager (Agenten) risikoavers sind. Dies ist bedingt durch das hohe persönliche Investment (Humankapital) der Manager in ihre Unternehmen. Der Unternehmenserfolg oder das Scheitern führt zu einer direkten Aussage des (Arbeits-)Marktes über das persönliche Talent und die Zukunft des Managers, womit die Risikoneigung des Managers maßgeblich beeinflusst wird, vgl. Fama (1980).

angezogen werden, und zum anderen kann der Prinzipal verstärkt Kontrollmaßnahmen zur Überwachung des Agenten durchführen (*monitoring*).<sup>123</sup>

Nachfolgend werden die Handlungsempfehlungen zur Lösung von Agency-Konflikten zusammengefasst (vgl. Tabelle 3).

Tabelle 3: Agency-Theorie: Handlungsmaßnahmen

Zeitpunkt Kriterium	Vor Vertragsabschluss	Nach Vertragsabschluss
Asymmetrische Information	Hidden Action	Hidden Information
Problem	Adverse Selection	Moral Hazard
Maßnahmen	Signalling    Screening	Monitoring    Interessenangleichung

Quelle: eigene Darstellung

Aus der Informationsasymmetrie zwischen Prinzipal und Agent und den damit verbundenen Bemühungen, diese zu vermindern bzw. zu beseitigen entstehen die Agency-Kosten. Sie setzen sich zusammen aus den Überwachungs- und Kontrollkosten des Prinzipals (*monitoring costs*) sowie den Kosten für den Agenten, die dadurch entstehen, dass der Agent gewisse Handlungen, die dem Prinzipal schaden würden freiwillig unterlässt und damit den eigenen Nutzen verringert (*bonding costs*). Darüber hinaus ergeben sich Kosten für Wohlfahrtsverluste, welche durch die Abweichung der Entscheidungen des Agenten von solchen Entscheidungen, die das Wohl des Prinzipals maximieren würden, auftreten (*residual loss*).<sup>124</sup>

### 2.3.2.2 Stewardship-Theorie

Die Stewardship-Theorie ist aus der Kritik des der Agency-Theorie zugrundeliegenden Modells des Menschen entstanden. Verfechter der Stewardship-Theorie kritisieren die Vorstellung des selbstsüchtigen Menschen, der sein persönliches Wohl maximiert. Das Modell sei individualistisch und habe die Vorstellung eines eingebauten Konflikts zwischen Prinzipal und Agenten. Jedoch gebe es auch ein anderes Modell des Menschen. Das eines intrinsisch motivierten Menschen, welcher sich mit der Organisation bzw. Unternehmen identifiziert und in dessen Sinne oder dem seiner Eigentümer handelt. Ein generelles Motivationsproblem des Stewards bzw. Agenten wie in der Agency-

123 Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 308.

124 Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 308.

Theorie liegt demnach nicht vor.<sup>125</sup> Die Stewardship-Theorie trifft also andere Annahmen hinsichtlich des Menschen. Der Steward ist ein kollektivistisch handelndes Individuum mit den gleichen Interessen und Zielen wie jenen der Organisation. Er will folglich Entscheidungen treffen, welche im besten Sinne der Organisation sind. Dabei gibt es einen signifikanten Zusammenhang zwischen dem Erfolg der Organisation und der Zufriedenheit des Stewards. Das Verhalten des Stewards ist sogar so ausgeprägt, dass selbst für den Fall, dass die Interessen von Steward und Prinzipal differieren, der Steward einen höheren Wert auf Zusammenarbeit legt als ein opportunistisches Verhalten zeigt.<sup>126</sup>

### 2.3.2.3 Agency- vs. Stewardship-Theorie in Familienunternehmen

Sowohl die Agency- als auch die Stewardship-Theorie werden häufig zur Beschreibung des Verhaltens und der Dynamik von Familienunternehmen sowie der Erklärung von Vor- und Nachteilen dieses Unternehmenstyps herangezogen, wobei sich hier insbesondere eine Dominanz der Agency-Theorie festhalten lässt.<sup>127</sup>

Im Hinblick auf die Agency-Theorie wird oftmals angeführt, dass Familienunternehmen aufgrund der häufig anzutreffenden Einheit von Management sowie Eigentum und der daraus folgenden geringen bzw. fehlenden Informationsasymmetrie geringe oder gar keine Agency-Kosten aufweisen.<sup>128</sup> Daher kann sich in der Folge die Rendite von Familienunternehmen erhöhen und zu einer Überlegenheit dieses Unternehmenstyps gegenüber Nicht-Familienunternehmen führen.<sup>129</sup> Andere Betrachtungen dagegen halten fest, dass Familienunternehmen sehr wohl Agency-Probleme aufweisen.<sup>130</sup> So kann ein Gesellschafter seine überlegene Position zum Nachteil weniger einflussreicher Eigentümer ausnutzen und seinen persönlichen Nutzen auf Kosten des Unternehmens erzielen, womit das Unternehmen zum Bedienen persönlicher Interessen benutzt wird.<sup>131</sup> Im Falle kollidierender Mehrheits- und Minderheitseigentümerinteressen wird auch von einem Principal-Principal-Agency-Konflikt gesprochen.<sup>132</sup> Zudem können aus dem Altruismus, welcher Familienunternehmen nachgesagt wird, Agency-Kosten hervorgehen. So entstehen z. B. Monitoring-Kosten für nicht ausreichend qualifizierte Familienmitglieder, welche nur aufgrund ihrer

125 Vgl. Donaldson/Davis (1991), S. 51; Donaldson (1990), S. 371–372.

126 Vgl. Davis/Schoorman/Donaldson (1997), S. 24–25.

127 Vgl. Goel/Jussila/Ikäheimonen (2014), S. 234.

128 Vgl. Anderson/Reeb (2003a), S. 1302; Morck/Shleifer/Vishny (1988), S. 311–314.

129 Vgl. Miller/Le Breton-Miller (2006), S. 75.

130 Vgl. Schulze et al. (2001), S. 100–103.

131 Vgl. Chrisman/Chua/Litz (2004), S. 348; Morck/Yeung (2003), S. 379.

132 Vgl. Shukla/Carney/Gedajlovic (2014), S. 102, 105.

Familienzugehörigkeit eine Position im Unternehmen erhalten. Durch die Rücksichtnahme auf die interfamilialen Beziehungen wird dieses Monitoring jedoch eingeschränkt, wodurch zusätzliche Agency-Kosten durch schädliches Handeln der unterqualifizierten Familienmitglieder entstehen können.<sup>133</sup>

Der Stewardship-Ansatz scheint für viele Familienunternehmen prädestiniert. Vor dem Hintergrund der interfamilialen Überzeugung einer generationsübergreifenden Unternehmensführung, mit einem aus der Tradition entwickelten gegenseitigen Vertrauen, existiert ein fortwährendes kollektives Bekenntnis zum Unternehmen.<sup>134</sup> Familienunternehmer, deren Namen auf dem Türschild des Unternehmens steht und deren Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft eng mit der Reputation des Unternehmens verbunden sind, treten oftmals als besonders verantwortungsvolle Stewards auf.<sup>135</sup> Diese Verantwortung kann sich in einem lebenslangen Einsatz für das Unternehmen und dem gewissenhaften Management der organisatorischen Ressourcen äußern.<sup>136</sup> Aus diesem Stewardship-orientierten Engagement können für Familienunternehmen Vorteile entstehen, welche sie von anderen Unternehmen unterscheiden. So zeigen bspw. Untersuchungen, dass ein ausgeprägtes Stewardship-Verhalten zu einer höheren strategischen Flexibilität und einer besseren Unternehmensperformance führt und damit nachhaltige Wettbewerbsvorteile für ein Unternehmen erzielt.<sup>137</sup> Der Grad an Hingabe und Bekenntnis zum eigenen Unternehmen variiert jedoch stark zwischen unterschiedlichen Familien. Oftmals fehlt die familiäre Geschlossenheit, um ein gemeinsames Grundverständnis der Verantwortung für die erfolgreiche Unternehmensentwicklung vorzuzeigen und vorzuleben.<sup>138</sup> Dazu lassen sich häufig Streitigkeiten innerhalb Familien feststellen, welche aufgrund der engen Verbindung von Familie und Unternehmen negative Konsequenzen für die gesamte Unternehmensentwicklung haben können.<sup>139</sup> Ebenfalls als problematisch ist anzusehen, wenn die Hingabe für das eigene Unternehmen zu einer gewissen Sturheit und Beratungsresistenz führt. Leitet eine starke Unternehmerpersönlichkeit das Unternehmen ohne Kontrollorgane oder Einflussmöglichkeiten anderer rein nach eigenem Ermessen oder weigert sich, notwendige strategische Änderungen durchzuführen, kann dies zu einer

---

133 Vgl. Schulze/Lubatkin/Dino (2003), S. 477–478.

134 Vgl. Corbetta/Salvato (2004), S. 356.

135 Vgl. Bubolz (2001), S. 129–130.

136 Vgl. Miller/Le Breton-Miller (2006), S. 78; Davis/Schoorman/Donaldson (1997), S. 25–26.

137 Vgl. Eddleston/Kellermanns/Sarathy (2008), S. 38; Zahra et al. (2008), S. 1045–1048.

138 Vgl. Kellermanns/Eddleston (2004), S. 209; Cabrera-Suarez/Saa-Perez/Garcia-Almeida (2001), S. 38, 44–45.

139 Vgl. Davis/Harveston (1999), S. 311–315; Sorenson (1999), S. 325–326.

Stagnation führen und insbesondere durch die lange Verweildauer im Unternehmen den langfristigen Bestand des Familienunternehmens gefährden.<sup>140</sup>

Somit zeigt sich, dass eine Theorie alleine die Dynamik von Familienunternehmen nicht erklären kann. Vielmehr sind die Agency- und Stewardship-Theorie als komplementäre Erklärungsansätze zu verstehen. Bei der Vielfalt an unterschiedlichen Familienunternehmen lassen sich je nach Charakteristika der einzelnen Unternehmen Agency- oder Stewardship-Tendenzen erkennen. Darüber hinaus können sich diese über die Lebensdauer des Unternehmens abwechseln oder gegenseitig ablösen.<sup>141</sup> Letztlich ist die Frage ob ein Stewardship- oder ein Agency-Ansatz auf ein Familienunternehmen anwendbar ist auch eine Frage der Eigenschaften der Gesellschafterfamilie und der Corporate Governance. Insbesondere Familienunternehmen zeigen die Besonderheit, dass die Art und Philosophie der Familie auch die Art der Unternehmensführung beeinflusst.<sup>142</sup> Dies bedeutet, dass sich, im Falle von Agency-Konflikten innerhalb der Familie und zwischen Familie und Unternehmen, Maßnahmen zur Reduzierung dieser Konflikte auf die Art der Führung des Unternehmens niederschlagen. Herrscht jedoch Altruismus, Hingabe für das Unternehmen und gegenseitiges Vertrauen innerhalb der Familie, können diese auf die Art der Unternehmenssteuerung projiziert werden.

#### 2.3.2.4 Socioemotional Wealth

In der jüngeren Vergangenheit entwickelte sich ein weiterer Ansatz zur Beschreibung der Besonderheiten von Familienunternehmen und zur Abgrenzung gegenüber anderen Unternehmensformen: Das Konzept des sozioemotionalen Wohlstands oder Socioemotional Wealth (SEW), welche die Eigenheiten von Familienunternehmen noch stärker zu betonen scheint als die Agency- oder Stewardship-Theorie. Der Grund hierfür lautet, dass im Gegensatz zu den beiden zuvor erörterten Theorien, welche anderen Forschungsgebieten entstammen – wie z. B. der Finanzökonomie und dem strategischen Management mit Hauptfokus auf große, börsennotierte Unternehmen mit zerstreuter Eigentümerstruktur – der SEW-Ansatz aus der Familienunternehmensforschung selbst stammt. Dabei ist der Betrachtungswinkel des SEW etwas weiter gefasst. Im Gegensatz zur Agency- und Stewardship-Theorie, die hauptsächlich auf die internen Aspekte, welche die Unternehmensstrukturen, -prozesse und -performance beeinflussen, abzielen, umfasst der SEW-Ansatz auch die externen Ele-

---

140 Vgl. Miller/Le Breton-Miller (2006), S. 79.

141 Vgl. Corbetta/Salvato (2004), S. 357.

142 Siehe hierzu auch die strukturelle Kopplung der Subsysteme des Familienunternehmens in Kapitel 2.3.

mente, welche auf das Unternehmen und seine internen Mechanismen einwirken.<sup>143</sup>

Gemäß dem SEW-Modell ziehen Familienunternehmen üblicherweise ihre Motivation aus der Erhaltung ihres SEWs und verschreiben sich dieser. Der SEW bezieht sich dabei auf die nicht-ökonomischen Aspekte, welche mit einem Unternehmen verbunden sind. Dabei soll das Konzept den emotionsbedingten Wert aufgreifen, welchen eine Familie aus ihrer beherrschenden Position in einem Unternehmen erlangt und nach welchem sie ihr Handeln ausrichtet.<sup>144</sup> SEW ist ein umfassender und mehrdimensionaler Ansatz, welcher die affektiven Bedürfnisse einer Familie, u. a. den Wunsch der Familie nach Ausübung von Macht, der Freude am Einfluss oder der Aufrechterhaltung einer starken Familienidentität, aufgreift.<sup>145</sup> Berrone/Cruz/Gomez-Mejia (2012) fassen die theoretischen Dimensionen des SEW in ihrem FIBER-Konzept (vgl. Abbildung 5) zusammen.

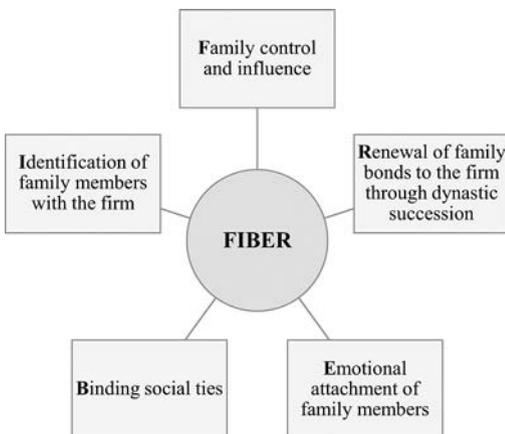


Abbildung 5: FIBER-Konzept nach Berrone/Cruz/Gomez-Mejia (2012) [Quelle: eigene Darstellung]

FIBER ist ein Akronym und setzt sich dabei aus den Anfangsbuchstaben der fünf bestimmten Dimensionen zusammen:

- *Family control and influence*: Aufgrund ihrer Gesellschafterstellung hat die Familie umfassende Kontroll- und Einflussmöglichkeiten mit welchen sie auf das Unternehmen einwirken kann. Auf die Wahrung und Erhaltung dieser wird höchster Wert gelegt.

143 Vgl. Berrone/Cruz/Gomez-Mejia (2014), S. 181.

144 Vgl. Berrone/Cruz/Gomez-Mejia (2012), S. 259.

145 Vgl. Berrone/Cruz/Gomez-Mejia (2012), S. 262; Gomez-Mejia et al. (2007), S. 106.

- *Identification of family members with the firm*: In Familienunternehmen ergibt sich eine enge Verknüpfung des Firmen- mit dem Familiennamen. Dies führt dazu, dass die Familie bei Entscheidungen im Unternehmen auf die Auswirkungen hinsichtlich der Reputation der Familie achtet.
- *Binding social ties*: Die Verbindung von verschiedenen Familienmitgliedern führt zu Vorteilen, welche sich aus einem engen Netzwerk, wie gegenseitigem Vertrauen und interpersoneller Solidarität, ergeben. Diese soziale Verbindung und Verantwortung wird auch auf die Unternehmensumwelt übertragen.
- *Emotional attachment of family members*: Aufgrund der längeren Unternehmenshistorie schöpfen Familien aus einem reichhaltigen Erfahrungsschatz, welcher in gegenwärtige und zukünftige Aktivitäten und Beziehungen einfließt.
- *Renewal of family bonds to the firm through dynastic succession*: Familien haben den inhärenten Wunsch, das eigene Unternehmen an die nachfolgenden Generationen weiterzureichen, wodurch sich ein langfristig ausgelegtes Denken und Wirken ergibt.<sup>146</sup>

Auch wenn Nicht-Familien-Prinzipale und Manager einige dieser Dimensionen wahrnehmen ist der Wert des SEW für die Familie intrinsischer und seine Erhaltung wird für sie zum Selbstzweck. Der Wert ist dabei tief in den Familiengesellschaften verankert, deren Identität untrennbar mit dem Unternehmen verbunden ist.<sup>147</sup>

In der Folge sehen Familienunternehmen Gewinne und Verluste an SEW als primären Referenzrahmen für das Management des Unternehmens. Strategisch wichtige Entscheidungen sind – neben Wirtschaftlichkeits- und Effizienzüberlegungen – getrieben vom Wunsch nach der Erhaltung und Steigerung des SEW.<sup>148</sup> Familienunternehmen können genauso rational in Managemententscheidungen sein wie Nicht-Familienunternehmen. Jedoch wenden die beiden Unternehmenstypen unterschiedliche Kriterien an. Während Familienunternehmen dem SEW in der Entscheidungsfindung hohe Priorität zurechnen, wird in Nicht-Familienunternehmen hauptsächlich nach finanziellen Kriterien entschieden.<sup>149</sup> Ein Beispiel für das Handeln nach SEW-Gesichtspunkten ist das verstärkte Engagement von Familienunternehmen im Umweltschutz. Trotz höherer Kosten und finanzieller Unsicherheiten, welche damit verbunden sind, tätigen Familienunternehmen umweltfreundliche Investitionen, da hierfür im

146 Vgl. Berrone/Cruz/Gomez-Mejia (2012), S. 262–264. Siehe hierzu auch die Ausführungen in Abschnitt 2.3.1.

147 Vgl. Berrone et al. (2010), S. 87.

148 Vgl. Gomez-Mejia et al. (2011), S. 656.

149 Vgl. Gomez-Mejia et al. (2007), S. 131.

Gegenzug das Ansehen von Unternehmen sowie Familie erhalten oder erhöht wird.<sup>150</sup>

Ein Verlust an SEW bedeutet für die Familie einen Verlust an Vertraulichkeit, einen verminderten Status und Versagen in der Erfüllung der Erwartungen der Familie. Aus diesem Grund sind diese Aspekte bei Überlegungen immer inkludiert und können so weit führen, dass z. B. durch den Wunsch nach Kontrollerhalt hohe Geschäftsrisiken eingegangen werden, da SEW mit der Kontrolle über das Unternehmens verknüpft ist.<sup>151</sup>

Aufgrund seiner breiten Ausrichtung dient das SEW-Konzept als analytische Linse für eine Vielzahl an Familienunternehmensphänomenen. Dabei schließt der Ansatz die Ergebnisse der Agency- oder Stewardship-Theorie nicht kategorisch aus. So wird bspw. den Annahmen der Agency-Theorie, dass Familienmitglieder stellenweise opportunistisches Verhalten zeigen oder unterschiedliche Risikopräferenzen aufweisen, nicht widersprochen. Ebenso beinhaltet es die Hingabe, welche Familienmitglieder für das Unternehmen zeigen, und welche ein Grundbaustein in der Stewardship-Theorie ist. Somit stimmt der SEW-Ansatz mit Studien überein, die vorschlagen, dass sowohl Stewardship- als auch Agency-Ansätze Anwendbarkeit in der Familienunternehmensforschung – in Abhängigkeit von der Eingebundenheit eines Familienmitglieds in der Familie und im Unternehmen – finden.<sup>152</sup>

Berrone/Cruz/Gomez-Mejia (2012) sehen SEW als das bedeutendste Unterscheidungsmerkmal von Familienunternehmen an. Die Theorie dazu befindet sich zwar gegenwärtig zwar noch am Anfang, jedoch wird sie als zukünftig zentrale Theorie zur Beschreibung der Eigenschaften und Eigenheiten von Familienunternehmen gesehen, unter deren Schirm andere existente Theorien vereint werden können.<sup>153</sup>

Zusammenfassend kann postuliert werden, dass die Agency- und Stewardship-Theorie adäquate Ansätze sind, um die interne Dynamik in Familienunternehmen zu beschreiben. Für einen globaleren Blickwinkel, welcher auch die Unternehmensumwelt einbezieht und Familienunternehmen eindeutig von anderen Unternehmensformen differenziert, lässt sich eine ausgesprochene Eignung des SEW-Modells festhalten.

---

150 Vgl. Berrone et al. (2010), S. 101–102.

151 Vgl. Gomez-Mejia et al. (2007), S. 129.

152 Vgl. Berrone/Cruz/Gomez-Mejia (2012), S. 261. Siehe zur Anwendbarkeit von Agency- als auch Stewardship-Theorie in Familienunternehmen u. a. Le Breton-Miller/Miller/Lester (2011).

153 Vgl. Berrone/Cruz/Gomez-Mejia (2012), S. 274.



---

## 3 Finanzierung von Familienunternehmen

Das Ziel des Kapitels besteht darin, ein grundlegendes Verständnis der Finanzierung von Familienunternehmen zu erarbeiten. Hierzu erscheint es zum einen dienlich, den Blick auf die gegenwärtige Finanzierungsrealität zu richten, welcher Familienunternehmen in der Praxis gegenüber stehen, sowie zum anderen auf Ansätze einzugehen, welche die Unternehmensfinanzierung aus einer wissenschaftlichen, theoretischen Perspektive betrachten. Dazu soll zunächst das aktuelle Finanzierungsumfeld beleuchtet werden, in welchem sich Familienunternehmen bewegen. Um ein Bild der Bandbreite an Finanzierungsinstrumenten zu vermitteln, befasst sich Kapitel 3.2 mit den einzelnen Finanzierungsmöglichkeiten, die sich Unternehmen in Deutschland bieten. Kapitel 3.3 stellt zunächst verschiedene Ansätze vor, welche die Unternehmensfinanzierung theoretisch behandeln, bevor anschließend auf die Anwendbarkeit dieser Modelle für den speziellen Fall der Familienunternehmen eingegangen wird.

### 3.1 Aktuelle Finanzierungssituation von Familienunternehmen in Deutschland

Aufgrund der positiven Entwicklung der deutschen Wirtschaft in der jüngeren Vergangenheit zeigt sich im Jahre 2014 eine gute Finanzierungssituation deutscher Unternehmen. Die daraus resultierende starke Innenfinanzierungskraft sowie eine geringe Investitionsneigung führen zu einem derzeit geringen Kapitalbedarf. In der Folge übersteigt, zum gegenwärtigen Zeitpunkt, das Kreditangebot die Kreditnachfrage. Zudem profitieren deutsche Unternehmen derzeit von einem historisch niedrigen Zinsniveau, wodurch recht gute Konditionen für die Refinanzierung erreichbar sind.<sup>154</sup>

Von weiterhin hoher Bedeutung für die Finanzierung deutscher Unterneh-

---

154 Vgl. Bankenverband (2014), S. 2–6; KfW (2014), S. 1–2.

men ist der Bankkredit. So ist dieser, mit einem durchschnittlichen Anteil von ca. 12,5 % an der Bilanzsumme und ca. 22,2 % an den ausstehenden Verbindlichkeiten, der zentrale Pfeiler der Finanzierung deutscher Unternehmen.<sup>155</sup> Jedoch zeigt sich in den letzten Jahren eine Abnahme des Gewichts von Krediten. Hatten inländische Unternehmen und wirtschaftlich Selbständige im Jahre 2008 noch Kredite von 902,31 Mrd. EUR in ihren Büchern stehen, sank dieser Wert nahezu kontinuierlich auf ein Volumen von 862,74 Mrd. EUR zum Ende des ersten Quartals 2014 (vgl. Abbildung 6).<sup>156</sup> Diese Entwicklung spiegelt sich auch in einer stetigen Abnahme des Anteils der Bankkreditverbindlichkeiten an den Gesamtverbindlichkeiten der Unternehmen über die letzten Jahre wider.<sup>157</sup>

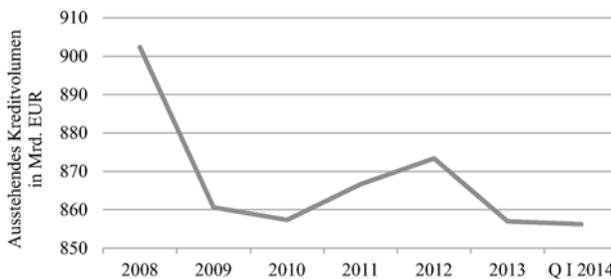


Abbildung 6: Entwicklung ausstehender Bankkredite an deutsche Unternehmen [Quelle: eigene Darstellung<sup>158</sup>]

Diese Entwicklung ist nur z. T. mit der starken Innenfinanzierungskraft und geringen Investitionsneigung deutscher Unternehmen zu erklären. Wie in Kapitel 1.1. aufgezeigt, führten immer stärkere Regulierungen des Bankensektors in den letzten Jahren, wie bspw. das Inkrafttreten von Basel II im Jahre 2007 und Basel III im Jahre 2013, zu einer Änderung der Geschäftspolitik vieler Kreditinstitute sowie zu einer Verschärfung der Anforderungen für eine Kreditvergabe.<sup>159</sup> Letztere wurden insbesondere in der Folge der Finanzkrise 2008 massiv erhöht (siehe Abbildung 7).

Zwar haben sich die Kreditvergabestandards in Deutschland seit 2011 nicht mehr drastisch verändert, jedoch verbleiben diese auf einem ähnlichen Niveau wie zu Zeiten der Finanzkrise. Dagegen besteht im Euro-Raum weiterhin die Tendenz zu strikteren Vorgaben bei der Vergabe von Unternehmenskrediten. Die Verschärfung der Kreditvergabestandards führte dazu, dass insbesondere bonitätsschwache Unternehmen – auch im derzeit recht günstigen Finanzie-

155 Vgl. Deutsche Bundesbank (2013), S. 55.

156 Vgl. Bankenverband (2014), S. 3.

157 Vgl. Deutsche Bundesbank (2012), S. 21.

158 Für die Datengrundlage, vgl. Bankenverband (2014), S. 3.

159 Siehe Kapitel 1.1.

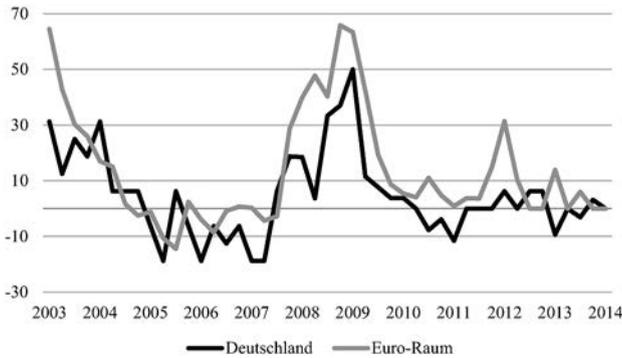


Abbildung 7: Entwicklung der Kreditvergabestandards. Positive Salden bedeuten eine Verschärfung, negative Salden eine Erleichterung der Kreditvergabestandards der Banken. [Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Bankenverband (2014), S. 4. Datengrundlage: Deutsche Bundesbank (2014), Europäische Zentralbank (2014)]

runsumfeld – Probleme im Zugang zu Krediten haben. Für sie ergeben sich i. d. R. recht hohe Risikoaufschläge in den Finanzierungsbedingungen. Für bonitätsstarke Unternehmen dagegen ist die Situation zum gegenwärtigen Zeitpunkt deutlich entspannter. Sie stehen keinen Problemen im Kreditmarktzugang gegenüber.<sup>160</sup>

Jedoch zeigen sich, wie in Kapitel 1.1 aufgezeigt, pessimistische Erwartungen deutscher Unternehmen an die zukünftige Kreditvergabe. Diese sind zum einen bedingt durch das Inkrafttreten weiterer Verschärfungen in der Bankenregulierung und einer voranschreitenden Strategieänderung vieler Kreditinstitute, mit einem Rückzug aus dem klassischen Kreditgeschäft und einer stärkeren Transaktionsorientierung.<sup>161</sup> Zum anderen sind für viele Finanzverantwortliche deutscher Unternehmen die Auswirkungen der Finanzkrise 2008 noch in guter Erinnerung. So zeigte sich während und unmittelbar nach der Finanzkrise eine Zurückhaltung der Banken bei der Kreditvergabe, wovon insbesondere Familienunternehmen stark betroffen waren.<sup>162</sup> Aufgrund dieser Erfahrungen bestehen auch weiterhin Befürchtungen eines Rückzugs vieler Geschäftsbanken aus dem Firmenkundengeschäft im Falle einer sich abzeichnenden Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage.<sup>163</sup> In der Folge sind viele Unternehmen bestrebt, ihre Finanzierungsstruktur zu diversifizieren. So zeigt sich gegen-

160 Vgl. Dentz (2014b), S. 11; Kraus/Schröder/Schnutenhaus (2014), S. 195, 200; Grunow (2012b), S. 22.

161 Vgl. Dentz (2014b), S. 12–14; Kraus/Schröder/Schnutenhaus (2014), S. 192. Siehe hierzu auch Kapitel 1.1.

162 Vgl. DIHK (2010), S. 2–3; Wimmer et al. (2009), S. 17–18, 33.

163 Vgl. Dentz (2014b), S. 12–14.

wärtig ein verstärktes Interesse an alternativen Finanzierungslösungen.<sup>164</sup> Ein Indikator hierfür ist bspw. der kontinuierliche Anstieg des Emissionsvolumens von Unternehmensanleihen.<sup>165</sup> Im Zuge des Erschließens neuer Finanzierungsquellen rücken vermehrt Instrumente des privat platzierten Fremdkapitals in den Fokus deutscher (Familien-)Unternehmen. Hier kommen verschiedene Untersuchungen zu dem Ergebnis, dass sich die Nutzung dieser Finanzierungsform, insbesondere durch mittelständische Unternehmen, in den kommenden Jahren weiter verstärken wird.<sup>166</sup>

## 3.2 Finanzierungsmöglichkeiten für Familienunternehmen

Nachdem die aktuelle Finanzierungssituation dargestellt wurde, wird nun näher auf ausgewählte Finanzierungsformen eingegangen, welche Familienunternehmen in Deutschland zur Verfügung stehen. Es werden sowohl Instrumente der Eigen- als auch der Mezzaninkapitalfinanzierung vorgestellt. Ferner wird auch auf Finanzierungsmöglichkeiten eingegangen, durch deren Einsatz der Kapitalaufwand für Unternehmen verringert wird – sogenannte Kreditsubstitute.

### 3.2.1 Private Equity

Eine Möglichkeit der Finanzierung für Familienunternehmen stellt die Beteiligungsfinanzierung oder auch Private Equity dar. Diese Form der Finanzierung wurde der breiten Öffentlichkeit durch den Anstoß der »Heuschreckendebatte« im Jahre 2004 bekannt.<sup>167</sup> Bei Private Equity stellt der Kapitalgeber dem nicht börsennotierten Unternehmen mittel- bis langfristiges Eigenkapital ohne eine Forderung nach Sicherheiten zur Verfügung.<sup>168</sup> Oftmals werden hier die Begriffe Venture Capital und Private Equity synonym verwendet, wobei ersterer jedoch auf junge Unternehmen anzuwenden ist, während von Private Equity bei der Finanzierung marktreiferer Unternehmen gesprochen wird.<sup>169</sup> Private Equity-Geber sind in Fonds organisiert. Dabei stellen Investoren dem Fonds Kapital zur Verfügung (*fund investing*) welches dieser wiederum in Portfolio-Unternehmen

---

164 Vgl. Bankenverband (2014), S. 2–4.; Roland Berger Strategy Consultants (2011), S. 25, 47.

165 Vgl. Bankenverband (2014), S. 4.

166 Vgl. IKB Deutsche Industriebank AG (2012), S. 13; Deloitte (2011), S. 19; Roland Berger Strategy Consultants (2011), S. 25.

167 Ausgelöst wurde diese Debatte durch Franz Müntefering im Jahre 2004, zu diesem Zeitpunkt Vorsitzender der SPD in Deutschland, vgl. Müntefering (2004).

168 Vgl. Eilers (2008), S. 65.

169 Vgl. Hackl/Jandl (2004), S. 194.

investiert (*direct investing*). Damit hat der Fonds die Funktion eines Intermediärs inne.<sup>170</sup> Der Private Equity Fonds erwirbt Anteile am Unternehmen und wird somit mithaftender Eigentümer am Unternehmen. Dabei treten in der Praxis sowohl Mehrheits- als auch Minderheitsbeteiligungen auf.<sup>171</sup> Insbesondere Mehrheitsbeteiligungen werden häufig unter Verwendung eines hohen Anteils an Fremdkapital von 60 % bis 90 % durchgeführt. In diesem Zusammenhang wird auch von Leveraged Buyouts (LBOs) gesprochen.<sup>172</sup>

Private Equity Gesellschaften haben eine hohe Renditeerwartung von üblicherweise 20 % bis 30 % an Ihre Investitionen, welche durch Unternehmenswertsteigerungen im Investitionszeitraum erwirtschaftet werden sollen.<sup>173</sup> Hebel hierfür sind Wertkaperung durch Arbitrage zwischen Kaufs- und Veräußerungskonditionen, finanzielle Optimierungen (Financial Engineering), Mitwirkung bei der strategischen Ausrichtung, bis hin zu aktiven Eingriffen in das Management und die operative Ebene.<sup>174</sup> Der Grad der Mitwirkung an der Unternehmensführung hängt von den Vereinbarungen ab, und kann je nach Ausgestaltung ausgeprägter oder weniger stark sein.<sup>175</sup>

Die erworbenen Anteile werden im Regelfall nach einer Haltedauer von drei bis sieben Jahren wieder veräußert.<sup>176</sup> Dabei bieten sich dem Private Equity Investor i. d. R. fünf Möglichkeiten für den Ausstieg (Exit):

- Buy Back (Rückkauf der Anteile durch das finanzierte Unternehmen)
- Trade Sale (Verkauf an einen strategischen Investor)
- Secondary Sale (Verkauf an einen weiteren Private-Equity-Investor)
- IPO (Initial Public Offering, Börsengang)
- Liquidation<sup>177</sup>

Während Private Equity dazu beitragen kann, die Effizienz und das Wachstum von Unternehmen zu steigern,<sup>178</sup> stehen viele Familienunternehmer dieser Finanzierungsform skeptisch gegenüber. So wird häufig ein Kontrollverlust befürchtet und ein Fehlen an Transparenz über die Wertsteigerungstreiber, welche Private Equity Gesellschaften anstreben, beanstandet.<sup>179</sup> Als zusätzliches Problem zeigt sich, dass nur sehr wenige Unternehmen überhaupt für Private Equity geeignet sind. Die sehr hohen Renditeerwartungen können nur von wenigen

---

170 Vgl. Cendrowski/Martin/Petro (2012), S. 4–5; Eilers (2008), S. 65.

171 Vgl. Achleitner/Schraml/Tappeiner (2008), S. 11.

172 Vgl. Kaplan/Strömberg (2009), S. 124; Gleske/Laudenklos (2008), S. 490.

173 Vgl. Schneck (2006), S. 260; Hackl/Jandl (2004), S. 195.

174 Vgl. Cumming/Johan (2013), S. 312–313; Prym (2011), S. 44–53.

175 Vgl. Müller/Brackschulze/Mayer-Fiedrich (2011), S. 229.

176 Vgl. Hackl/Jandl (2004), S. 194.

177 Vgl. Müller/Brackschulze/Mayer-Fiedrich (2011), S. 226; Hackl/Jandl (2004), S. 205.

178 Vgl. Scholes et al. (2009), S. 7–9.

179 Vgl. Blase/Hochkirchen (2008), S. 10; Lange/Henkemann (2005), S. 6.

Unternehmen erreicht werden, womit viele Unternehmen keine attraktiven Investitionsmöglichkeiten für Private Equity Gesellschaften darstellen, sodass diesen Unternehmen der Zugang zum privaten Eigenkapitalmarkt verschlossen bleibt.<sup>180</sup>

### 3.2.2 Mezzaninkapital

Finanzierungsinstrumente, die sowohl Eigenkapital- als auch Fremdkapitalcharakter aufweisen, werden unter dem Oberbegriff Mezzaninkapital zusammengefasst. Aus der Architektur stammend, bezeichnet Mezzanin ein Halbgeschoss zwischen zwei Hauptstockwerken in einem Gebäude. So steht auch Mezzaninkapital im übertragenen Sinne zwischen Eigen- und dem Fremdkapital. Je nach Typ und Ausgestaltung kann der jeweilige Mezzanintitel stärkere Eigenkapital- oder Fremdkapitalmerkmale aufweisen.<sup>181</sup> Dabei findet sich unter dem Begriff eine Vielzahl an möglichen Finanzierungsinstrumenten, auf deren bedeutendste Vertreter nachfolgend eingegangen wird.

#### 3.2.2.1 Genussrechtskapital

Eine Form des Mezzaninkapitals bildet das Genussrechtskapital. Es stellt im Allgemeinen Rechte schuldrechtlicher Natur dar, welche je nach Genussrechtsbedingung different ausgestattet sein können. Da diese Finanzierungsart nicht gesetzlich geregelt ist, bietet sie Kapitalgebern und -nehmern eine Vielzahl an denkbaren Ausgestaltungsmöglichkeiten. So können Genussrechte in Form von Genussscheinen verbrieft und am organisierten Kapitalmarkt gehandelt werden. Der Inhaber von Genussrechten besitzt keine Mitgliedschaftsrechte an der Gesellschaft und insbesondere kein Stimmrecht. Darüber hinaus sind i. d. R. auch etwaige Kontrollrechte vertraglich ausgeschlossen.<sup>182</sup>

Hinsichtlich der Ausgestaltung kann zwischen fremdkapitalähnlichem und eigenkapitalähnlichem Genussrechtskapital unterschieden werden. So wird von fremdkapitalähnlichem Genussrechtskapital gesprochen, wenn nur eine erfolgsunabhängige Mindestverzinsung beschlossen wird. Eine Einstufung als eigenkapitalähnlich wird dann vorgenommen, wenn Genussrechtskapital Vorzugsaktien ähnelt und eine Beteiligung am Gewinn der Gesellschaft, die nor-

---

180 Vgl. KfW (2003), S. 40–41.

181 Vgl. Rudolph (2006), S. 351.

182 Vgl. Müller/Brackschulze/Mayer-Fiedrich (2011), S. 247–248; Gleske/Laudenklos (2008), S. 496–498.

malerweise über eine jährliche Ausschüttung erfolgt, gewährt wird. Zusätzlich kann eine Beteiligung am Liquidationserlös vereinbart werden.<sup>183</sup>

Ein Ausweis des Genussrechtskapitals als Eigenkapital kann dann stattfinden, wenn verschiedene Kriterien kumulativ erfüllt werden. Dazu zählen:

- Erfolgsabhängigkeit der Ausschüttung
- Partizipation am Verlust bis zur vollen Höhe
- Rangrücktritt hinter die Forderungen der Gesellschaft
- Langfristigkeit der Kapitalbereitstellung

Werden diese Vereinbarungen getroffen, so erfolgt eine Bilanzierung des Genussrechtskapitals im Eigenkapital der Gesellschaft. Bei Nichterfüllung der Bedingungen wird Genussrechtskapital dementsprechend als Fremdkapital ausgewiesen.<sup>184</sup>

### 3.2.2.2 Stille Gesellschaft

Die Bereitstellung von Mezzaninkapital in Form einer stillen Beteiligung stellt ein weiteres Mittel der Finanzierung für Familienunternehmen dar. Die stille Gesellschaft ist keine eigenständige Rechtsform. Sie bietet vielmehr eine Beteiligungsmöglichkeit an Unternehmen aller Gesellschaftsformen. Diese Beteiligungsform wird von Kapitalgebern gewählt, die auf der einen Seite Kapital oder andere Vermögenswerte mit Beteiligungscharakter in eine Gesellschaft einbringen und an deren Erfolg teilnehmen, auf der anderen Seite aber nicht als Eigentümer in Erscheinung treten wollen.<sup>185</sup> Dabei erbringt der stille Gesellschafter eine Bareinlage, welche in das Vermögen des Unternehmens übergeht. Die stille Gesellschaft tritt im Geschäftsverkehr nach außen nicht in Erscheinung. Stattdessen regelt sie die Rechtsbeziehung zwischen dem stillen Gesellschafter und dem Unternehmen und stellt somit auf schuldrechtlicher Basis eine Innengesellschaft zwischen den Parteien dar.<sup>186</sup> Der stille Beteiligte ist stets an den Gewinnen der Gesellschaft beteiligt, während er an Verlusten bis maximal der Höhe seiner Einlage partizipiert. Eine Verlustbeteiligung kann jedoch vertraglich ausgeschlossen werden.<sup>187</sup>

Bei der Ausgestaltung dieses Mezzaninstruments können der Eigen- oder Fremdkapitalcharakter stärker akzentuiert werden. Hierbei ist zwischen einer typischen und einer atypischen stillen Beteiligung zu unterscheiden. Diese

183 Vgl. Einem/Schmid (2004), S. 154.

184 Vgl. Fahrenberg/Wolf (2004), S. 202–203.

185 Vgl. Rudolph (2006), S. 355; Geisel (2004), S. 48–49.

186 Vgl. Gleske/Laudenklos (2008), S. 494; Oldenbourg/Preisenberger (2004), S. 140.

187 Vgl. §231 HGB.

Differenzierung ist speziell steuerrechtlich von Bedeutung.<sup>188</sup> Während der typisch stille Gesellschafter, wie zuvor beschrieben, mit seiner nominellen Einlage abgefunden wird und am Gewinn sowie, falls nicht vertraglich ausgeschlossen, am Verlust der Gesellschaft partizipiert, nimmt der atypisch stille Gesellschafter eine Rolle als Mitunternehmer ein.<sup>189</sup> So ist Letzterer an den stillen Reserven der Unternehmung beteiligt und besitzt demnach Anspruch auf einen möglichen Liquidationsüberschuss. Zudem können ihm weitreichende Informations- und Kontrollrechte, sowie das Recht auf Zustimmungsvorbehalt bei unternehmenspolitisch bedeutenden Entscheidungen, eingeräumt werden.<sup>190</sup>

Das Einlagenvolumen der stillen Gesellschaft kann bis zu 10 Mio. EUR betragen, wobei Beträge in einer Größenordnung zwischen 0,1 Mio. EUR und 5,0 Mio. EUR die Regel darstellen.<sup>191</sup> Somit können Familienunternehmen diese Finanzierungsform für die Beschaffung kleinerer Beträge heranziehen. Größere Finanzierungsvolumina, wie sie häufig von mittleren und großen Familienunternehmen benötigt werden, können jedoch mit der stillen Gesellschaft schlechter bedient werden. Zudem stellt sich gerade für den Fall des familienexternen stillen Gesellschafters die Frage, ob Familienunternehmen die Erweiterung des Gesellschafterkreises als erstrebenswert erachten.

### 3.2.2.3 Nachrangdarlehen

Eine weitere Möglichkeit zur Mezzaninfinanzierung stellen nachrangige Darlehen dar. Sie zeichnen sich dadurch aus, dass Zahlungsansprüche ihrer Gläubiger im Falle einer Insolvenz oder Liquidation hinter andere Forderungen zurücktreten. Allerdings besitzen die Darlehensgeber ein Vorrangrecht bzgl. der Bedienung von Forderungen gegenüber Eigenkapitalgebern.<sup>192</sup>

Bekannt sind Nachrangdarlehen vorwiegend aus deren Einsatz im Rahmen von Akquisitionsfinanzierungen, in welchen große Tranchen an Fremdkapital zur Finanzierung (LBOs) eingesetzt werden. Hier werden Nachrangdarlehen zur Schließung der Finanzierungslücke zwischen vorrangigem Fremdkapital und Eigenkapital eingesetzt. Doch auch im Rahmen gewöhnlicher Unternehmensfinanzierung finden Nachrangdarlehen Anwendung. Der Nachrang basiert dabei auf drei Pfeilern: Der erste bezieht sich auf den Rangrücktritt vor und während der Insolvenz oder Liquidation einer Gesellschaft sowie der Befriedigung aus Sicherheiten. Die zweite Säule, welche eng mit der ersten verknüpft ist, bildet Regeln über Zahlungsströme an den Nachrangdarlehensgeber. Als dritter

188 Vgl. Gleske/Laudenklos (2008), S. 496; Oldenbourg/Preisenberger (2004), S. 141.

189 Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 363.

190 Vgl. Gleske/Laudenklos (2008), S. 495–496; Oldenbourg/Preisenberger (2004), S. 141.

191 Vgl. Oldenbourg/Preisenberger (2004), S. 140–141.

192 Vgl. Rudolph (2006), S. 354.

Pfeiler gelten Beschränkungen in der Durchsetzung von Leistungsstörungen, bspw. durch Verletzung von Covenants oder einem Zahlungsverzug. Hier dürfen Rechte für einen solchen Fall, wie z. B. Vollstreckungsmaßnahmen, nicht ausgeübt werden. Nachrangdarlehen werden in der Praxis im Regelfall nicht so ausgestaltet, dass sie als wirtschaftliches Eigenkapital anzusehen sind.<sup>193</sup>

### 3.2.3 Kreditsubstitute

Neben Private Equity und Mezzaninkapital stellen Kreditsubstitute eine dritte Finanzierungsfamilie dar, welche von Familienunternehmen eingesetzt werden können. Unter Kreditsubstitute werden Finanzierungsinstrumente subsumiert, deren Einsatz zu einer Umstrukturierung der Aktivseite führt. Dadurch werden i. d. R. eine Bilanzverkürzung sowie eine Steigerung der Liquidität erreicht.<sup>194</sup> Somit wird durch diese Instrumente kein neues Kapital zugeführt, sondern eine Kapitalaufnahme vielmehr vermieden. Zu den bedeutendsten Vertretern der Kreditsubstitute zählen Leasing, Factoring sowie Asset-Backed-Securities, welche nachfolgend dargestellt sind.

#### 3.2.3.1 Leasing

»Unter Leasing versteht man die Überlassung von Anlagegegenständen zum Gebrauch oder zur Nutzung unter Übertragung des Besitzes auf bestimmte oder unbestimmte Zeit gegen ein periodisch zu entrichtendes fixes Entgelt.«<sup>195</sup>

Somit ist Leasing kein Instrument der klassischen Kapitalbeschaffung – es werden keine externen liquiden Mittel zugeführt – stattdessen ermöglicht es dem Leasingnehmer, den Anschaffungsgegenstand gestreckt über die Nutzungsdauer zu finanzieren.<sup>196</sup> Aus betriebswirtschaftlicher Sicht jedoch ähnelt Leasing der Kreditfinanzierung recht stark.<sup>197</sup>

Bei dieser Finanzierungsform ist zwischen dem Operating Leasing und dem Financial Leasing zu unterscheiden. Operating Leasing Verträge entsprechen einem normalen, kündbaren Mietvertrag im Sinne des Bürgerlichen Gesetzbuchs (BGB). Hier besteht das Risiko auf der Leasinggeber-Seite, da der Vertrag jederzeit unter Einhaltung bestimmter Fristen gekündigt werden kann, und somit im Normalfall die vom Mieter erbrachten Mietzinsen nicht ausreichen um

193 Vgl. Gleske/Laudenklos (2008), S. 489–493.

194 Vgl. Müller/Brackschulze/Mayer-Fiedrich (2011), S. 208; Eilers (2008), S. 4.

195 Thommen/Achleitner (2006), S. 574.

196 Vgl. Schott/Bartsch (2008b), S. 539.

197 Vgl. Thommen/Achleitner (2006), S. 574.

die Anschaffungskosten des Mietgegenstandes zu decken. Im Falle des Financial Leasing wird ein Vertrag mit fester Laufzeit geschlossen, der beidseitig nicht kündbar ist. Hierbei besteht das Risiko auf Leasingnehmerseite, da er nicht nur die Reparatur- und Instandhaltung finanzieren muss, sondern auch die Risiken des Untergangs oder der Verschlechterung des Leasinggegenstandes trägt.<sup>198</sup>

Für die steuerliche Behandlung eines Leasingvertrages ist von Bedeutung, was nach Ablauf der Grundmietzeit mit dem Leasinggegenstand geschieht. Entweder muss der Leasingnehmer das Leasingobjekt zurückgeben oder ihm wird das Recht eingeräumt, den Leasinggegenstand zu erwerben, oder er kann die Mietlaufzeit verlängern.<sup>199</sup>

Eine Sonderform des Leasings lässt sich auch für die Liquiditätsbeschaffung heranziehen. So ist es möglich, über eine Sale-and-Lease-Back-Vereinbarung einen Anlagegegenstand an eine Leasinggesellschaft zu veräußern und diesen direkt wieder von der Gesellschaft zu leasen. Dies ermöglicht die Freisetzung von gebundenem Kapital bei gleichzeitigem Erhalt des Anlagegegenstandes. Allerdings werden Sale-and-Lease-Back-Vereinbarungen häufig nur dann zur Kapitalbeschaffung herangezogen, wenn kein Zugang zu anderen Mitteln besteht.<sup>200</sup>

Leasing wird auch von Familienunternehmen häufig genutzt. So setzten im Jahre 2012 ca. 40 % der Unternehmen des deutschen Mittelstandes diese Finanzierungsform ein.<sup>201</sup> Die Beliebtheit des Leasings lässt sich auch mit seinen Vorteilen erklären. So erfolgt bei Abschluss eines Vertrages keine sofortige Belastung der Liquidität. Stattdessen können die fortlaufenden Leasingzahlungen durch die Erträge, welche mit dem Gegenstand erwirtschaftet werden, bedient werden. Darüber hinaus sind die Leasingzahlungen im Normalfall festgelegt, womit eine langfristige Kalkulationsgrundlage geschaffen wird. Zusätzlich zeichnet sich Leasing durch eine höhere Flexibilität gegenüber dem Kauf eines Gegenstandes aus. Während beim Kauf eine Entscheidung für oder wider erfolgt, lassen sich beim Leasing die vertragliche Ausgestaltung oder die Laufzeit wählen.<sup>202</sup>

---

198 Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 454.

199 Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 455–456. Für die steuerlichen und bilanziellen Folgen der Art des Leasingvertrages, vgl. auch Thommen/Achleitner (2006), S. 576–579.

200 Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 455.

201 Vgl. Creditreform (2012), S. 29.

202 Vgl. Gencer/Elsner (2008), S. 150; Thommen/Achleitner (2006), S. 578–580.

### 3.2.3.2 Factoring

Factoring stellt eine Finanzierungsart dar, bei welcher ein Unternehmen seine Forderungen an eine spezialisierte Gesellschaft, den Factor, veräußert.<sup>203</sup> Der Factor kann sowohl ein spezialisiertes Finanzierungsinstitut als auch ein Kreditinstitut sein.<sup>204</sup>

Der Factor erbringt je nach Vereinbarung verschiedene Leistungen. Dazu zählt zum einen die Finanzierungsfunktion, durch welche dem Factoringkunden unmittelbar nach Abtretung der Forderungen an die Factoringgesellschaft ein Teil des Forderungswertes, üblicherweise zwischen 80 % und 90 %, gutgeschrieben wird.<sup>205</sup> Hierbei ist es möglich, nur einen Teil oder alle anfallenden Forderungen an den Factor zu übertragen. In letzterem Falle wird auch von Globalzession gesprochen. Darüber hinaus kann der Factor das Delkredererisiko, also die Übernahme des Risikos eines Forderungsausfalls, tragen. Wird dies vereinbart, so wird auch von echtem Factoring gesprochen. Falls das Delkredererisiko ausgeschlossen ist, so wird dies als unechtes Factoring bezeichnet. Das echte Factoring ist dabei im Geschäftsverkehr vorherrschend. Zusätzlich kann der Factor verschiedene Aufgaben, wie Inkasso und Mahnwesen sowie die Debitorenbuchhaltung, übernehmen.<sup>206</sup>

Des Weiteren lässt sich zwischen dem offenen und dem verdeckten – oder auch stillen – Factoring differenzieren. Im Falle des offenen Factorings ist der Schuldner des Unternehmens über die Abtretung der Forderung an den Factor informiert (offene Zession). Beim stillen Factoring ist die Veräußerung der Forderung für den Schuldner nicht ersichtlich (stille Zession).<sup>207</sup>

Studien zeigen, dass Factoring von 4 % bis 7 % der deutschen Unternehmen genutzt wird und sich somit nicht derselben Beliebtheit wie das Leasing erfreut. Dabei wird diese Finanzierungsform verstärkt von Unternehmen mit einem Umsatz über 50 Mio. EUR eingesetzt.<sup>208</sup>

### 3.2.3.3 Asset Backed Securities

In einer Asset Backed Securities-Transaktion veräußert ein Unternehmen Vermögensgegenstände, zumeist Forderungen, an eine eigens dafür gegründete Zweckgesellschaft, das Special Purpose Vehicle (SPV). Der Forderungsankauf wird durch die Emission von Wertpapieren am Kapitalmarkt, den Asset Backed

203 Vgl. Schott/Bartsch (2008a), S. 565.

204 Vgl. Thommen/Achleitner (2006), S. 561.

205 Vgl. Müller/Brackschulze/Mayer-Fiedrich (2011), S. 259–261.

206 Vgl. Schott/Bartsch (2008a), S. 565–568.

207 Vgl. Wieland (2003), S. 220; Thommen/Achleitner (2006), S. 563.

208 Vgl. Creditreform (2012), S. 30.

Securities (ABS), finanziert, welche durch die Vermögensgegenstände besichert sind.<sup>209</sup>

Als Mindestvolumen für eine klassische ABS-Transaktion werden Beträge ab 30 Mio. EUR genannt, womit sich diese Finanzierung besonders für Großunternehmen eignet.<sup>210</sup> Jedoch lässt sich diese Finanzierungsform auch von mittelständischen Familienunternehmen nutzen. Ermöglicht wird dies im Rahmen eines Multi-Seller-Programms, auch Asset Backed Commercial Paper-Programm (ABCP) genannt. Eine derartige Transaktion ist in folgender Abbildung dargestellt (siehe Abbildung 8).

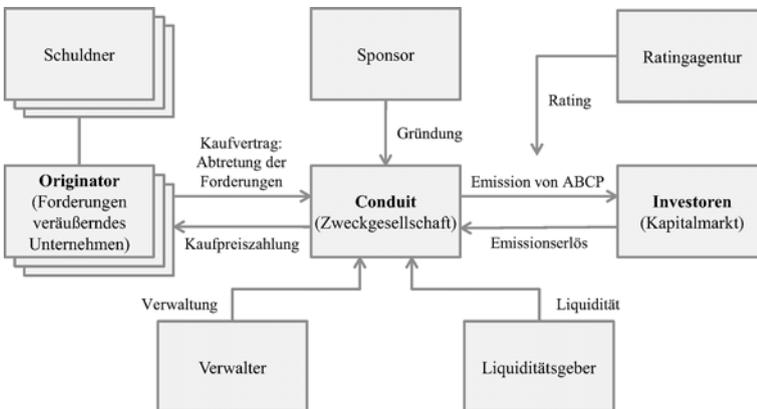


Abbildung 8: Vereinfachte Darstellung einer ABCP-Struktur [Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Ricken (2008), S. 53]

Dabei schließt die Zweckgesellschaft, in diesem Falle als Conduit bezeichnet, Rahmenverträge mit mehreren Forderungsverkäufern zum regresslosen Ankauf von Forderungen ab. Art, Umfang und Qualität der Forderungen werden dabei vertraglich festgelegt. Das insolvenzfeste Conduit wird von einer Bank, dem Sponsor, gegründet. Üblicherweise ist es jedoch eigentumsrechtlich nicht der Gründerbank, sondern einer der Transaktion nicht weiter angehörenden Einheit, zuzurechnen. Die Verwaltung des Conduits muss nicht zwingend durch die initiiierende Bank erfolgen, sondern kann auch von einer weiteren Partei, häufig einer darauf spezialisierten Bank, durchgeführt werden. Finanziert wird der Ankauf der Forderungen durch die Emission kurzfristiger Wertpapiere (*Commercial Papers*) mit Laufzeiten zwischen 90 und 270 Tagen. Der Forderungs-

209 Vgl. Kaiser (2008), S. 577–580.

210 Rudolph et al. (2007), S. 89, geben ein Minimum von 50–70 Mio. EUR an; Siemens Financial Services (2002), S. 77, nennt 30–50 Mio. EUR als Untergrenze; Weiss (2001), S. 19, führt 50 Mio. EUR an.

ankauf und die Emission der Wertpapiere erfolgt regelmäßig, sodass die emittierten Wertpapiere durch die Emission neuer Wertpapiere getilgt werden. Damit zeigt sich der revolving Charakter der Conduit-Struktur.<sup>211</sup>

Eine entscheidende Bedeutung kommt den Rating-Agenturen im Rahmen eines ABCP-Programms zu. Sie beurteilen die Qualität des Conduits. Insofern muss jeder Forderungspool, der dem Conduit zugeführt wird, dem Rating des Conduits entsprechen.<sup>212</sup>

ABCP-Programme sind aufgrund der möglichen Fristeninkongruenz der Laufzeiten der angekauften Forderungen und den emittierten Wertpapieren einem besonderen Liquiditätsrisiko ausgesetzt. Zusätzlich besteht das Risiko, dass die Wertpapiere vorübergehend nicht (vollständig) am Kapitalmarkt abgesetzt werden. Damit solch temporäre Liquiditätsengpässe abgefangen werden, wird das Conduit mit ausreichenden Liquiditätsfazilitäten von Banken mit sehr hoher kurzfristiger Bonität abgesichert.<sup>213</sup>

Die Verbriefung von Forderungen im Rahmen einer ABCP-Struktur führt zu einer Senkung des Mindestvolumens einer Transaktion auf bis zu 5 Mio. EUR.<sup>214</sup> Somit stellt ein solches Multi-Seller-Programm auch eine Finanzierungsoption für kleinere Familienunternehmen dar. Dies ist besonders für bonitätsschwächere Familienunternehmen von Interesse, da die Bonität des Forderungsverkäufers in der Transaktion nicht entscheidend ist. Durch die Entkopplung der Bonität des Originators von der Bonität des Conduits ist es möglich, dass sich der Forderungsverkäufer zu Konditionen finanziert, welche einer sehr hohen Bonität entsprechen, obwohl das Unternehmen diese selbst nicht besitzt.<sup>215</sup> Darüber hinaus ermöglicht die Forderungsverbriefung einen Kapitalmarktzugang, ohne dass das Unternehmen selbst ein Rating benötigt oder Publizitätspflichten unterliegt.<sup>216</sup>

Resümierend kann konstatiert werden, dass die Verbriefung von Forderungen im Rahmen eines ABCP-Programms für Familienunternehmen eine interessante Finanzierungsalternative darstellt. Jedoch ist dabei immer kritisch zu bewerten, ob die Forderungen ausreichend standardisiert werden können, sodass der Forderungspool kontinuierlich veräußert werden kann. Des Weiteren stellen ABS eine Möglichkeit dar, erste Erfahrungen mit der Kapitalmarktfinanzierung zu sammeln und so den Grundstein für weitere Transaktionen über diesen Finanzierungsweg zu legen.

---

211 Vgl. Ricken (2008), S. 53–54; Neumüller/Hochgatterer (2004), S. 263–267.

212 Vgl. Kaiser (2008), S. 579.

213 Vgl. Kaiser (2008), S. 583; Ricken (2008), S. 54–55.

214 Vgl. Rudolph et al. (2007), S. 89.

215 Vgl. Kaiser (2008), S. 579.

216 Vgl. Neumüller/Hochgatterer (2004), S. 267.

### 3.3 Finanzierungstheorien

In der klassischen Finanzierungstheorie lassen sich drei Entwicklungsstufen erkennen. Die vielfach traditionell genannte Finanzierungslehre schrieb der Finanzierung ausschließlich die Bestimmung zu, die davon unabhängigen Investitionsentscheidungen zu befähigen. Die Finanzierung galt als Hilfsfunktion zweiten Grades, welche den Leistungsprozess nicht stören sollte.<sup>217</sup> Jedoch konnten diese Ansätze einer kritischen Diskussion nicht standhalten.

Im Gegensatz zur traditionellen Finanzierungslehre brachte die neoklassische Finanzierungstheorie unter Beachtung rigider Prämissen verschiedene Modelle hervor. Dabei erfolgte eine signifikante Reduzierung der Komplexität, wodurch eine theoretische Darlegung von Finanzierungsbegebenheiten möglich wurde.<sup>218</sup> Der Fokus wurde auf die beiden marktabhängigen Variablen Rendite und Risiko gelegt, welche für den Wert von Finanzierungstiteln von hoher Relevanz sind.<sup>219</sup> Die neoklassische Finanzierungstheorie basiert auf den Annahmen eines vollkommenen Kapitalmarktes – dieser ist gekennzeichnet durch das Fehlen von Steuern und jeglichen Transaktionskosten (Frikationslosigkeit), einem unbeschränkten Zugang zum Kapitalmarkt für alle Teilnehmer sowie einem kompetitiven Umfeld bzw. vollkommener Information, sodass kein Marktteilnehmer Finanzmittel zu besseren oder schlechteren Konditionen, als es die Marktbedingungen vorgeben, anlegen oder aufnehmen kann. Darüber hinaus wird von rational handelnden, Nutzen maximierenden Marktteilnehmern ausgegangen.<sup>220</sup> Die neoklassische Finanzierungstheorie konnte jedoch zwei Fragen nicht beantworten:

- Warum gibt es in der Realität Finanzinstitutionen, wie Banken oder Börsen, wenn doch in der Theorie alle Transaktionen direkt am Markt abgeschlossen werden?
- Warum existiert eine Vielzahl an unterschiedlichen Finanzierungsinstrumenten?

Anknüpfend an die Kritikpunkte der neoklassischen Theorie entwickelte sich die Neoinstitutionelle Finanzierungstheorie. Sie versucht, realitätsnähere Annahmen zu treffen, indem Informationsasymmetrien, Interessensdivergenzen oder Transaktionskosten in die Betrachtungen einbezogen werden. Die Prämissen des vollkommenen Kapitalmarktes greifen also nicht mehr. Untersu-

---

217 Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 18. Wegbereiter der Trennung von Investition und Finanzierung war Irving Fisher mit der Entwicklung des Separationstheorems, siehe Fisher (1930).

218 Vgl. Hermanns (2006), S. 11.

219 Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 21, 488.

220 Vgl. Rudolph (2006), S. 28–29; Copeland/Weston/Shastri (2005), S. 353–354.

chungen finden nicht mehr rein anhand der Transformation von Risiken wie bei neoklassischen Ansätzen statt, sondern beziehen auch Verhaltensanreize, welche die Unternehmensführungen induzieren und Schutzvorkehrungen, welche Kapitalgeber treffen, ein.<sup>221</sup> Zentraler Bestandteil dabei ist die Agency-Theorie, welche in Abschnitt 2.3.2.1 vorgestellt wurde.

Nachfolgend sollen bedeutende Vertreter der jeweiligen Theorieströmungen vorgestellt werden. Hierzu zählen als Vertreter der neoklassischen Finanzierungstheorie das Irrelevanztheorem nach Modigliani/Miller (1958) und die Statische Trade-Off-Theorie. Der neoinstitutionellen Finanzierungslehre sind das agency-theoretische Kapitalstrukturmodell, die kapitalstrukturorientierte Verfügungsrechtetheorie, die Signalling-Theorie sowie die Pecking-Order-Theorie zuzurechnen (vgl. Tabelle 4).

Tabelle 4: Traditionelle Finanzierungstheorien

<b>Neoklassische Finanzierungstheorie</b>	Irrelevanztheorem (Modigliani/Miller) Statische Trade-Off-Theorie
<b>Neoinstitutionelle Finanzierungstheorie</b>	Agency-theoretisches Kapitalstrukturmodell Kapitalstrukturorientierte Verfügungsrechtetheorie Signalling-Theorie Pecking-Order-Theorie

Quelle: eigene Darstellung

Nach Vorstellung dieser Finanzierungstheorien erfolgt in Abschnitt 3.3.3 die Untersuchung ihrer Anwendbarkeit in der Familienunternehmensforschung.

### 3.3.1 Neoklassische Finanzierungstheorien

#### 3.3.1.1 Irrelevanztheorem nach Modigliani/Miller (1958)

Die Veröffentlichung von Modigliani/Miller (1958) gilt als Basis der modernen Kapitalstrukturforschung und Finanzierungstheorie.<sup>222</sup> Ihre Aussagen basieren auf der Annahme eines vollkommenen Kapitalmarktes. Die Autoren nehmen zum einen unendliche Zahlungsströme mit einem erwarteten durchschnittlichen Periodengewinn für Unternehmen an und zum anderen die Möglichkeit, Unternehmen in verschiedene Risikoklassen einteilen zu können, in welchen alle Unternehmen einer Klasse das exakt gleiche Risikoprofil – ausgedrückt durch die Aktienrendite – aufweisen.<sup>223</sup> Unter Berücksichtigung dieser Annahmen

221 Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 538.

222 Vgl. Broyles (2003), S. 313; Harris/Raviv (1991), S. 297.

223 Diese Vorgehensweise ermöglicht es, das leistungswirtschaftliche Risiko (Geschäftsrisiko)

formulieren Modigliani/Miller (1958) die These, dass die Kapitalkosten und damit der Marktwert eines Unternehmens unabhängig von dessen Verschuldungsgrad sind. Stattdessen hängt der Unternehmenswert rein vom Volumen der vom Unternehmen generierten Zahlungsströme sowie dessen Risikoklasse ab.<sup>224</sup> Somit sind unter Berücksichtigung der getroffenen Annahmen die Investitionsentscheidungen für den Wert eines Unternehmens ausschlaggebend, wohingegen die Kapitalstruktur irrelevant ist.<sup>225</sup>

Die Annahmen des Grundmodells von Modigliani/Miller (1958) wurden im Hinblick auf die Praxistauglichkeit vielfach skeptisch betrachtet. So erscheinen besonders die Prämissen eines vollkommenen Kapitalmarktes nicht praxisrelevant. Die Annahme einer völligen Informationstransparenz scheint in der Praxis nicht haltbar. Ebenso werden die Nicht-Berücksichtigung von Steuern und Insolvenzkosten bemängelt.<sup>226</sup> Aus diesem Grund ist die Theorie tatsächlich als ein Modell anzusehen, dessen Grundannahmen als Basis für weitere Theorien fungieren. Vor allem die strengen Restriktionen in den Prämissen führten zu einer Entwicklung weiterer Modelle mit stärkerem Realitätsbezug.<sup>227</sup>

### 3.3.1.2 Statische Trade-Off-Theorie

Zu den größten Kritikpunkten an den Ausführungen von Modigliani/Miller zählt die fehlende Betrachtung von Steuern und Insolvenzkosten. Ein Ansatz, der sich dieser annimmt, ist die Statische Trade-Off-Theorie.<sup>228</sup> Der Begriff Trade-Off-Theorie inkludiert mehrere ähnliche Ansätze verschiedener Autoren, welche

---

und das Verschuldungsrisiko (Kapitalstrukturrisiko) hinsichtlich ihrer Auswirkungen auf den Unternehmenswert separiert zu betrachten, vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 500.

224 Vgl. Modigliani/Miller (1958), S. 265–297.

225 Vgl. hierzu auch Schraml (2010), S. 26. Im Jahre 1963 veröffentlichten Modigliani/Miller eine veränderte Version ihres Modells, welche Steuern ausdrücklich in die Betrachtung einbezieht. Darin zeigen sie, dass der Wert eines Unternehmens dann am höchsten ist, wenn es alleine mit Fremdkapital finanziert ist, der Verschuldungsgrad also bei 100 % liegt. Die Autoren weisen jedoch darauf hin, dass dieses Ergebnis nicht zwangsläufig bedeutet, dass jedes Unternehmen vollständig mit Fremdkapital finanziert werden soll, vgl. Modigliani/Miller (1963). Mit diesem Modell gilt für die Bestimmung des Unternehmenswertes, unter Berücksichtigung von Steuern, die Irrelevanz der Kapitalstruktur nicht mehr.

226 Zu Kritik an den Veröffentlichungen von Modigliani/Miller (1963) und Modigliani/Miller (1958) vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 508–514; Jensen/Meckling (1976), S. 332–333.

227 Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 514.

228 In der finanzwissenschaftlichen Forschung wird oftmals zwischen der statischen (steuerorientierten) Trade-Off-Theorie und der agency-theoretischen Trade-Off-Theorie unterschieden. Letzere wird jedoch in der vorliegenden Forschungsarbeit zur eindeutigeren Abgrenzung als agency-theoretisches Kapitalstrukturmodell bezeichnet, siehe Abschnitt 3.3.2.1.

Kosten und Nutzen der Aufnahme von Fremdkapital abwägen (*trade-off*) und das Ziel einer optimalen Kapitalstrukturentscheidung verfolgen.<sup>229</sup>

Die Statische Trade-Off-Theorie widmet sich der Fragestellung, welchen Einfluss die Steuervorteile durch Fremdkapital und die Insolvenzkosten auf die Unternehmensfinanzierung haben. Die Theorie geht davon aus, dass Unternehmen versuchen werden einen optimalen Verschuldungsgrad zu erreichen, indem Steuervorteile durch die Aufnahme von Fremdkapital, aufgrund der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Zinsen (*tax shield*), gegenüber Kosten, die durch die Aufnahme von überschüssigem Fremdkapital entstehen, abgewogen werden. Anhänger dieser Finanzierungstheorie gehen also davon aus, dass es im Gegensatz zu den Thesen von Modigliani/Miller (1958) einen optimalen Verschuldungsgrad für ein Unternehmen gibt, welcher angestrebt werden sollte. Dabei zählen die Veröffentlichungen von Robichek/Myers (1966) und Hirshleifer (1970) zu den Vorreitern dieser Überlegungen.<sup>230</sup> Kraus/Litzenberger (1973) entwickelten ein Ein-Perioden-Modell welches Unternehmenssteuern und Insolvenzkosten in einem vollständigen Kapitalmarkt berücksichtigt und deren Einfluss auf den Unternehmenswert darstellt.<sup>231</sup>

Im Zusammenhang mit der Statischen Trade-Off-Theorie ist auch die Veröffentlichung von DeAngelo/Masulis (1980) hervorzuheben. In ihr wird die Aussage getroffen, dass profitable Unternehmen, welche nur geringe *non-debt tax shields*<sup>232</sup> erreichen, einen relativ höheren Fremdkapitalanteil wählen sollten als weniger profitable Unternehmen, damit sie die Vorteile steuerlicher Abzugsfähigkeit nutzen können. Zudem führt die angenommene asymmetrische Besteuerung von Gewinnen und Verlusten<sup>233</sup> dazu, dass die Steuervorteile für profitable Unternehmen und Unternehmen mit wenig volatilen Gewinnen höher sind als für weniger profitable Unternehmen und solche mit stark schwankenden Überschüssen.<sup>234</sup>

Myers (1984) veröffentlichte ein Modell (vgl. Abbildung 9), welches die Überlegungen der Statischen Trade-Off-Theorie grafisch darstellt. Er zeigt, dass

---

229 Unter Insolvenzkosten sind sowohl die Kosten der eintretenden Insolvenz, als auch die Kosten, welche sich durch die Anbahnung einer Insolvenz entstehen, wie z.B. Vertrauensverlust von Kunden und Lieferanten, zu verstehen, vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 510–511.

230 Vgl. hierzu die Aussage: »[...] allowing for considerations such as taxes and bankruptcy penalties would presumably permit the determination of an optimal debt-equity mix for the firm« (Hirshleifer (1970), S. 264.)

231 Vgl. Kraus/Litzenberger (1973). Für weitere Veröffentlichungen zu dieser Thematik siehe Scott (1976) und Kim (1978).

232 Dazu zählen bspw. Abschreibungen und Ausgaben für Forschung und Entwicklung, vgl. DeAngelo/Masulis (1980), S. 4.

233 Hierbei existiert die Annahme einer höheren Besteuerung von Gewinnen als einer Subventionierung von Verlusten.

234 Vgl. DeAngelo/Masulis (1980). Vgl. hierzu auch Fama/French (2002), S. 6.

der Unternehmenswert durch Abwägen der Vorteile steuerlicher Abzugsfähigkeit und der Insolvenzkosten maximiert werden kann. Daraus ergibt sich, dass ein Unternehmen so lange Fremdkapital aufnehmen sollte, bis der Kapitalwert des Steuervorteils (*Present Value (PV) interest tax shields*) durch den Kapitalwert der Insolvenzkosten (*PV Costs of financial distress*) aufgehoben wird.<sup>235</sup>

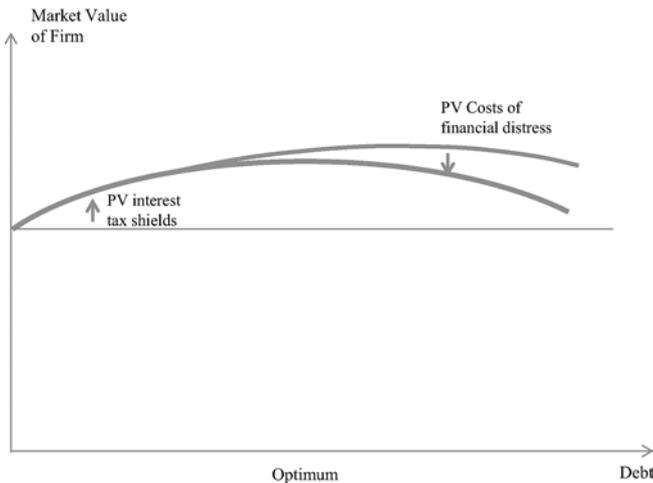


Abbildung 9: Modell der Statistischen Trade-Off-Theorie [Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Myers (1984), S. 577]

### 3.3.2 Neoinstitutionelle Finanzierungstheorien

#### 3.3.2.1 Agency-theoretisches Kapitalstrukturmodell nach Jensen/Meckling (1976)

Als Folge der Identifikation von Prinzipal-Agenten-Konflikten entwickelten Jensen/Meckling (1976) ein agency-theoretisches Kapitalstrukturmodell, welches auf der Annahme von Agency-Konflikten zwischen Kapitalgebern und -nehmern, nach Aufnahme des Kapitals, basiert.<sup>236</sup> Hierbei können Manager sowohl ein opportunistisches Verhalten gegenüber den Anteilseignern als auch den Fremdkapitalgebern zeigen. In der Folge ergeben sich Agency-Kosten des Eigenkapitals und des Fremdkapitals.

Agency-Kosten des Eigenkapitals können bei unterschiedlichen Interessen von Eigentümer-Managern bzw. Managern und den (restlichen) Eigentümern

<sup>235</sup> Vgl. Myers (1984), S. 577–581.

<sup>236</sup> Vgl. hierzu auch Schraml (2010), S. 31–32.

des Unternehmens entstehen. So tragen bspw. die Anteilseigner Kosten für Annehmlichkeiten, welche das Unternehmen bereitstellt oder der Manager sich zuspricht. Darunter fällt z. B. eine unangemessene Büroausstattung, die aber nur von den Managern zum größtmöglichen eigenen Nutzen in Anspruch genommen wird (*Consumption on the Job*).<sup>237</sup> Als Konsequenz steigt der Anreiz für die Eigentümer, die Aktivitäten des Managers zu überwachen. Wird ein solches Verhalten des Managers antizipiert, findet dieses auch beim Pricing der Anteile für den Fall, dass der Manager, Anteile veräußert, Berücksichtigung.<sup>238</sup> Im Zusammenhang mit Eigenkapital-induzierten Agency-Kosten wird der Aufnahme von Fremdkapital ein disziplinierender Effekt zugeschrieben, da der Freie Cash Flow zur Bedienung des Fremdkapitals herangezogen werden muss, und somit die Handlungsfreiheit des Managers im Hinblick auf opportunistisches Verhalten eingeschränkt wird.<sup>239</sup>

Aufgrund divergierender Interessen von Fremdkapitalgebern und Managern bzw. Gesellschaftern können ebenfalls Agency-Kosten auftreten. So wird davon ausgegangen, dass Manager einen Wohlfahrtstransfer auf Kosten der Gläubiger durchführen, indem potenziell ertragreichere, aber riskantere Projekte als ursprünglich den Kapitalgebern angekündigt, begonnen werden. In diesem Fall ist der Manager bzw. Gesellschafter überproportional am Gewinn beteiligt, während der Fremdkapitalgeber höhere Ausfallrisiken tragen muss und zudem am höheren möglichen Gewinn nicht partizipieren kann. In der Folge werden Gläubiger Überwachungsmaßnahmen, wie bspw. das Einführen von Covenants oder sogenannte Bonding-Maßnahmen – die Pflicht zum regelmäßigen Berichts- und Reportwesen – in den Vertragskonditionen festzuschreiben. Kosten für solche Maßnahmen sowie die drohenden Insolvenzkosten werden als Agency-Kosten des Fremdkapitals bezeichnet.<sup>240</sup>

Eine Schlüsselrolle in der Kontrolle der Agency-Kosten kommt der Kapitalstruktur zu. Sie soll deartig beschaffen sein, dass Ineffizienzen aufgrund von Interessensunterschieden reduziert werden, d. h. die Summe aus Agency-Kosten des Eigen- und Fremdkapitals minimiert wird. Dies ist möglich durch eine Wahl der optimalen Anteile von internem und externem (nicht durch den Manager gehaltenem) Eigenkapital sowie Fremdkapital.<sup>241</sup> Jensen/Meckling (1976) stellen diese Abwägung in einem Modell dar (vgl. Abbildung 10).

---

237 Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 25.

238 Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 312–313.

239 Vgl. Harris/Raviv (1990); Stulz (1990); Jensen (1986).

240 Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 333–339.

241 Vgl. Schraml (2010), S. 32; Jensen/Meckling (1976), S. 343–350.

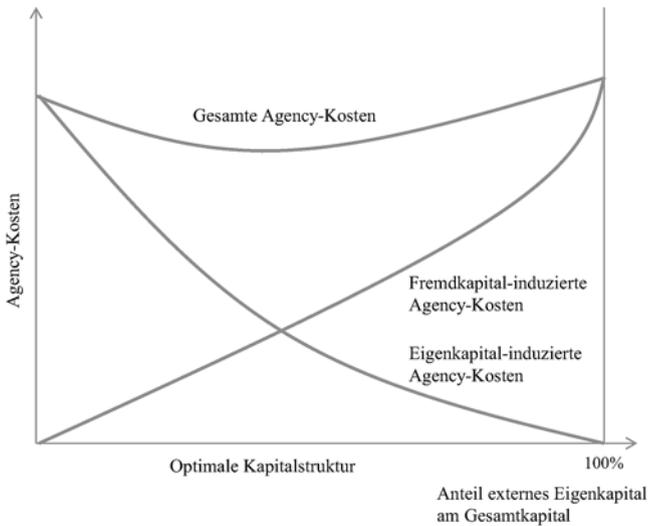


Abbildung 10: Optimale Kapitalstruktur nach Jensen/Meckling (1976) [Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Jensen/Meckling (1976), S. 344]

### 3.3.2.2 Kapitalstrukturorientierte Verfügungsrechtetheorie

In kapitalstrukturorientierten Modellen der Verfügungsrechtetheorie (Property-Rights-Theorie) werden unvollständige Verträge zwischen Kapitalgebern und dem Unternehmen betrachtet, welche Verfügungsrechte effizient auf die unterschiedlichen Anspruchsgruppen verteilen.<sup>242</sup> Eine hohe Bedeutung wird in diesem Zusammenhang der Kapitalstruktur beigemessen, da durch sie den einzelnen Anspruchsgruppen, im Rahmen einer auf einem Vertrag basierenden Finanzierungsvereinbarung, Rechte zugeordnet werden können. Die Betrachtung dieser Theorie ist auch deshalb für die vorliegende Arbeit von Interesse, da häufig eine Betrachtung eigentümergeführter Unternehmen stattfindet.

Hervorzuheben ist das Modell von Aghion/Bolton (1992), welches eine enge Verbindung zwischen der Wahl der Corporate Governance-Struktur und der Wahl der Kapitalstruktur herstellt. Die Autoren untersuchen, wie der Vertrag zwischen dem mittellosen Unternehmer und dem Investor bei der Finanzierung eines neuen Projekts gestaltet sein sollte. Sollen alle Verfügungsrechte beim Unternehmer verbleiben, so ist die Ausgabe von stimmrechtslosen Vorzugsaktien anzustreben. Im Falle des Übergangs der Verfügungsrechte auf den Investor sollen Aktien mit Stimmrecht emittiert werden. Darüber hinaus besteht die

242 Vgl. Nemeč (1999), S. 68. Für weitere Literatur zu dieser Thematik siehe Dewatripont/Tirole (1994); Aghion/Bolton (1992); Harris/Raviv (1988); Aghion/Bolton (1989).

Möglichkeit, die Verfügungsrechte situationsbedingt zu vergeben, z. B. durch die Aufnahme von Fremdkapital. Aghion/Bolton (1992) sehen Fremdkapital als abhängige Variable, welche die Kontrollstruktur beeinflusst, bzw. von welcher diese abhängig ist. Der Einsatz von Fremdkapital führt zu zustandsabhängigen Kontrollstrukturen, da die Möglichkeit des Unternehmers, die Kontrolle über das Unternehmen zu halten, von seiner Fähigkeit, das Fremdkapital zu bedienen, abhängt. Ist das Unternehmen überschuldet oder nähert es sich der Insolvenz, geht die Kontrolle auf den Investor über. Ansonsten bleibt sie beim Unternehmer. Die Autoren bilden als Resultat eine *pecking-order theory of governance structures*: So ist zuallererst die Kontrolle des Unternehmers über das Unternehmen vorzuziehen. Wenn diese allerdings die Interessen der Investoren nicht ausreichend schützt, sollten abhängige Kontrollstrukturen, bspw. durch die Aufnahme von Fremdkapital, geschaffen werden. Als letzte anzustrebende Option sollte den Investoren volle Kontrolle, bspw. durch externes Beteiligungskapital, übertragen werden.<sup>243</sup>

In einem ähnlichen Modell von Dewatripont/Tirole (1994) hängen die Kontrollrechte sowie die Zahlungsströme an die Kapitalgeber von der gewählten Kapitalstruktur ab. Die Kapitalstruktur sollte hierbei so gestaltet sein, dass in unternehmensbezogen schlechten Zeiten die Kontrolle von den Gläubigern übernommen werden sollte, während bei positiven Unternehmenserfolgen die Eigentümer die Steuerung übernehmen bzw. behalten.<sup>244</sup>

Nemec (1999) leitet drei Hypothesen aus der kapitalstrukturorientierten Verfügungsrechtetheorie ab. Erstens hängen die Verschuldungsgrade vom Wert des Vermögens ab, über welches der Kapitalgeber Verfügungsrechte besitzt. Zweitens ist das Angebot an Kreditkapital umso höher, je geringer die Spezifität des Vermögens hinsichtlich seiner Verwendung ist. Drittens ist das Volumen des externen Kapitals höher, je geringer die Kosten der Durchsetzbarkeit externer Kontrolle sind (inverser Zusammenhang).<sup>245</sup>

### 3.3.2.3 Signalling-Theorie

Das Konzept des Signalling wurde u. a. von Akerlof (1970) mit seinen weitverbreiteten Ausführungen zu »lemons«<sup>246</sup> im Automobilmarkt begründet. Er hält fest, dass in einer Ökonomie, in welcher Informationsasymmetrien zwischen Käufern und Verkäufern herrschen, vom Verkäufer Signale ausgesendet werden müssen, welche die Qualität des zu veräußernden Produktes sicherstellen, um

---

243 Vgl. Aghion/Bolton (1992).

244 Vgl. Dewatripont/Tirole (1994).

245 Vgl. Nemec (1999), S. 71.

246 In den USA werden mit dem Begriff »Lemons« qualitativ schlechte Fahrzeuge titliert.

der Qualitätsunsicherheit des unwissenden Käufers hinsichtlich des Produktes entgegenzuwirken (*signalling*).<sup>247</sup>

Ross (1977) griff den Grundgedanken des Signallings mit der Veröffentlichung eines wegweisenden finanztheoretischen Modells auf, in welchem die Kapitalstruktur als Signal privater Insider-Information im Mittelpunkt steht. In diesem Zusammenhang geht er davon aus, dass Manager als Insider mehr Informationen über den Zustand eines Unternehmens und dessen Gewinne besitzen als Außenstehende.<sup>248</sup> Er zeigt, dass von Außenstehenden Unternehmen mit hohem Fremdkapitalanteil als Unternehmen mit hoher Qualität erachtet werden, weil Unternehmen niedriger Qualität höhere marginale Insolvenzkosten aufweisen und es somit den Managern dieser Unternehmen nicht möglich ist, wie »gute« Unternehmen viel Fremdkapital aufzunehmen. Somit geben Manager mit der Wahl der Kapitalstruktur ein Signal an Außenstehende über die Güte des Unternehmens ab.<sup>249</sup>

Leland/Pyle (1977) bezogen sich ebenfalls auf die Signalling-Theorie in einem Modell, in welchem der wahre Wert eines Projektes nur dem Manager selbst bekannt ist. Sie zeigen, dass der Wille des Managers, mit eigenen Mitteln in das Projekt zu investieren, ein Signal hoher Projektqualität an Außenstehende ist. Je höher der Anteil der Eigenmittel des Managers im Projekt ist, desto stärker ist ein Projekt von Außenstehenden zu favorisieren.<sup>250</sup>

### 3.3.2.4 Pecking-Order-Theorie

Die Pecking-Order-Theorie ist mit der Signalling-Theorie verwandt, da ihre Grundannahmen ebenfalls ein Signal, welches ein Unternehmen über seine genutzten Finanzierungsinstrumente aussendet, beinhaltet. Ihre Kernaussage lautet, dass Unternehmen eine Präferenz hinsichtlich der Reihenfolge ihrer genutzten Finanzierungsinstrumente aufweisen. Die Anfänge dieser Theorie gehen auf Donaldson (1961) zurück, wobei die Publikationen von Myers/Majluf (1984) und Myers (1984) als wegweisend gelten.

247 Vgl. Akerlof (1970).

248 Ross trifft zudem die Annahme, dass Manager über einen Entlohnungsanreiz, welcher direkt mit dem Unternehmenswert zusammenhängt und von dem Fremdkapitallevel gesteuert wird, profitieren, wenn das Unternehmen höher vom Markt bewertet wird, sie allerdings bestraft werden, wenn es insolvent wird. In der Folge wählen Manager ein Fremdkapitalniveau, welches ihre Entlohnung maximiert, vgl. Ross (1977), S. 27–28.

249 Vgl. Harris/Raviv (1991), S. 311–313; Ross (1977). Auch Heinkel (1982) kommt mit einem ähnlichen Modell zu dem Ergebnis, dass Unternehmen über ihre Kapitalstruktur Signale über die Unternehmensqualität abgeben. Er erbringt seinen Beweis durch die Betrachtung der Fremdkapitalaufnahme von Unternehmen, deren wahrer Wert nur den an den Unternehmen beteiligten Insidern ersichtlich ist, vgl. Heinkel (1982).

250 Vgl. Leland/Pyle (1977), S. 371–380.

Myers/Majluf (1984) unterstellen eine grundsätzliche Informationsasymmetrie zwischen Unternehmensinsidern (Manager, Eigentümer) und Außenstehenden über den Unternehmenswert. Sie nehmen an, dass die Neuemission von Eigenkapital vom Markt automatisch als schlechte Neuigkeit aufgenommen wird, wodurch der Preis, den die Investoren für die Anteile bereit sind zu zahlen, negativ beeinflusst wird. Wird ein Projekt ausschließlich mit neu emittiertem Eigenkapital finanziert, kann dies demzufolge zu einer Unterbewertung des Eigenkapitals führen und die neuen Anteilseigner können somit, im Verhältnis zum wahren Unternehmenswert, zu viele Anteile erwerben. In der Folge gehen positive Rückflüsse aus dem Projekt übermäßig stark an die neuen Investoren. Dadurch könnten die »alten« Eigentümer durch die Finanzierung des renditetechnisch positiven Projekts mit Eigenkapital schlechter gestellt werden, als wenn das Projekt abgelehnt würde. Somit besteht für die alten Eigentümer und Eigentümer-Manager der Anreiz, ein Projekt, welches mit externem Eigenkapital finanziert werden soll, abzulehnen. Es kommt zur sogenannten Unterinvestition (*underinvestment*).<sup>251</sup> Als Konsequenz schlagen Myers/Majluf (1984) vor, risikoloses Fremdkapital und thesaurierte Gewinne für die Finanzierung zu verwenden.<sup>252</sup> Eine Finanzierung über externes Eigenkapital würde nur dann stattfinden, wenn die Möglichkeiten, Fremdkapital aufzunehmen, ausgeschöpft sind. Myers (1984) entwickelt diese Gedanken weiter und stellt eine Rangordnung der Finanzierungsinstrumente, welche Unternehmen nutzen sollten auf. Diese *pecking-order* besagt, dass Unternehmen die Finanzierung mit intern generierten Mitteln präferieren sollten. Wird externe Finanzierung benötigt, sollte diese zunächst mit sicheren Finanzierungstiteln erfolgen, also Fremdkapital, danach hybride Formen und zuletzt mit externem Eigenkapital. Es existiert demzufolge kein Verschuldungsgrad, den Unternehmen anstreben sollten, da eine Form des Eigenkapitals (intern) an der Spitze der Hackordnung steht und die andere Form (externes Eigenkapital) als letztes aufgenommen werden sollte.<sup>253</sup> Wird dieser Logik gefolgt, hängt der individuelle Verschuldungsgrad eines Unternehmens von der spezifischen Fähigkeit, interne Mittel zu generieren und seinem Bedarf an zusätzlichen Fremdkapital ab.

---

251 Dieser Ansatz ist eng verwandt mit dem von Myers (1977) formulierten Unterinvestitionsproblem bei der Fremdkapitalfinanzierung, bei welchem Manager von einer Investition aufgrund einer zu hohen Verschuldung absehen, da die Rückflüsse eines Projekts damit fast ausschließlich an die Fremdkapitalgeber gingen, vgl. Nemeč (1999), S. 64.

252 Vgl. Myers/Majluf (1984).

253 Vgl. Myers (1984), S. 581–585.

### 3.3.3 Anwendbarkeit der Finanzierungstheorien auf Familienunternehmen

Hinsichtlich der Anwendbarkeit der Finanzierungstheorien bei Familienunternehmen sind verschiedene Untersuchungen verfasst worden, wobei diese vorwiegend auf die Statische Trade-Off-Theorie und die Pecking-Order-Theorie abzielen und somit nicht alle vorgestellten Finanzierungstheorien abdecken. Sie sind zumeist regional und auf Unternehmen außerhalb des deutschsprachigen Raumes konzentriert, womit für den deutschsprachigen Raum bei Weitem noch nicht von einem umfassenden und gemeingültigen Forschungsstand gesprochen werden kann.

So untersuchten verschiedene Forscher mit teils unterschiedlichen Resultaten, ob die Statische Trade-Off-Theorie oder Pecking-Order-Theorie auf das Finanzierungsverhalten von Familienunternehmen zuträfen. Bauweraerts/Colot (2012) zeigen, dass belgische Familienunternehmen einen Zielverschuldungsgrad anstreben, können aber die Pecking-Order-Theorie nicht bestätigen.<sup>254</sup> López-Gracia/Sánchez-Andújar (2007) hingegen weisen für ihren Datensatz von kleinen spanischen Familienunternehmen die Gültigkeit sowohl der Statischen Trade-Off-Theorie als auch der Pecking-Order-Theorie nach.<sup>255</sup> Auch gemäß weiteren Untersuchungen scheinen Familienunternehmen in ihrem Finanzierungsverhalten der Pecking-Order-Logik zu folgen, was zumeist mit dem Willen zum Kontrollerhalt über das Unternehmen und somit der Fähigkeit, dieses an die nachfolgende Generation weiterzugeben, begründet wird.<sup>256</sup> Zudem zeigt sich hier ein Vorgehen nach Wirtschaftlichkeitsüberlegungen. So führt insbesondere für private Unternehmen der Einsatz von Fremdkapital zu einem Kostenvorteil gegenüber einer Finanzierung mit Eigenkapital.<sup>257</sup>

Für eine tiefergehende Auseinandersetzung mit der Anwendbarkeit der Finanzierungstheorien auf Familienunternehmen erfolgt in Kapitel 6.4 eine

254 Vgl. Bauweraerts/Colot (2012), S. 8.

255 Vgl. López-Gracia/Sánchez-Andújar (2007), S. 278–281. Hier sei jedoch angemerkt, dass beide Veröffentlichungen zwar den Begriff der Statischen Trade-Off-Theorie verwenden, jedoch entfernen sich beide in ihrer Beweisführung von der Abwägung von Steuerersparnissen und Insolvenzkosten durch die Fremdkapitalaufnahme. Im Ergebnis wird das Streben nach einem Zielverschuldungsgrad nicht von Steuerüberlegungen getrieben, vgl. Bauweraerts/Colot (2012); López-Gracia/Sánchez-Andújar (2007). Somit kann das klassische Konzept der Statischen Trade-Off-Theorie für eine Anwendung bei Familienunternehmen nicht final bestätigt werden. Auch Chen et al. (2010) rücken von der Theorie ab, dass Familienunternehmen Steuerersparnissen bei Finanzierungsentscheidungen eine vordergründige Rolle zuweisen. Sie zeigen, dass Familienunternehmen weniger Wert auf das Ausnutzen von Steuervorteilen legen als Nicht-Familienunternehmen, vgl. Chen et al. (2010), S. 60.

256 Vgl. Poutziouris (2011); Gallo/Tàpies/Cappuyens (2004); Poutziouris (2001); Romano/Tanewski/Smyrniotis (2001).

257 Vgl. Brav (2009), S. 265.

---

Würdigung der vorgestellten Finanzierungstheorien. Somit können die Ergebnisse aus der empirischen Untersuchung herangezogen werden, um weiterführende Erkenntnisse zu dieser Thematik zu generieren.



---

## 4 Privat platziertes Fremdkapital

In der vorliegenden Forschungsarbeit wird privat platziertes Fremdkapital als Finanzierungsalternative für Familienunternehmen behandelt. Da diese Finanzierungsform in der Forschungsarbeit neu gefasst wird, ist zunächst eine Begriffsbestimmung notwendig. Für einen hohen Praxisbezug sollen konkrete Instrumente dieser Finanzierungsform herausgegriffen werden. Als bedeutende Vertreter in der Finanzierungspraxis stechen dabei das Schuldscheindarlehen und privat platzierte Unternehmensanleihen hervor, welche in Kapitel 4.2 und 4.3 detailliert vorgestellt werden. In Kapitel 4.4 werden die Forschungsfelder Familienunternehmen, Finanzierung und privat platziertes Fremdkapital – mit dem Ziel, ein theoretisches Vorverständnis und damit die Basis für die empirische Untersuchung zu erarbeiten – zusammengeführt.

### 4.1 Entwicklung einer Definition von privat platziertem Fremdkapital

Zum derzeitigen Stand lässt sich noch keine geeignete Definition für die Finanzierungsform privat platziertes Fremdkapital festhalten. Diese soll nachfolgend entwickelt werden. Dabei wird zunächst eine grobe Einordnung der privaten Fremdfinanzierung vorgenommen und anschließend auf einen bestehenden Ansatz zur Definition dieser Finanzierungsform eingegangen. Schließlich wird unter Berücksichtigung der getroffenen Einschränkungen und beobachteten Limitationen bestehender Definitionen eine eigene Definition erstellt.

#### 4.1.1 Grundlagen der Finanzierung

Die einem Unternehmen zur Verfügung stehenden Finanzierungsformen können nach unterschiedlichen Kriterien – u. a. der nach der Rechtsstellung der Kapi-

talgeber und der Haftung differenzierten Kapitalform<sup>258</sup> sowie die Bezugsart – differenziert werden.

Hinsichtlich der Kapitalform können einem Unternehmen Finanzierungsmittel über eine Eigen- oder Fremdfinanzierung zugeführt werden. Eigenkapital wird von den Gesellschaftern eines Unternehmens zur Verfügung gestellt und bedingt somit das Eigentum am Unternehmen mit allen Konsequenzen. Es haftet für die Verluste des Unternehmens sowie für Verpflichtungen der Gesellschaft gegenüber anderen Parteien und steht im Regelfall zeitlich unbegrenzt zur Verfügung. Dagegen ist Fremdkapital gekennzeichnet durch eine Gläubigerstellung des Kapitalgebers – ohne Haftung und Beteiligung an Verlusten. Es wird i. d. R. zeitlich befristet begeben und beinhaltet für gewöhnlich einen Zinsanspruch.<sup>259</sup> Üblicherweise richtet sich der Zins nach der Kreditwürdigkeit (Bonität) des Kapitalnehmers. Zur Bewertung der Kreditwürdigkeit wird oftmals ein Rating herangezogen.<sup>260</sup>

Bei den Kapitalformen besteht zudem eine Mischung aus Eigen- und Fremdkapital. Diese wird als hybride Finanzierung oder auch Mezzaninkapital bezeichnet.<sup>261</sup> Mezzanine Finanzierungsinstrumente sind durch eine geringere Seniorität (Nachrangigkeit) als gewöhnliche Fremdkapitalinstrumente gekennzeichnet und können je nach Ausgestaltung eine Erfolgs- bzw. Verlustbeteiligung sowie Mitspracherechte beinhalten.<sup>262</sup>

Betreffend die Bezugsart lassen sich öffentliche und private Finanzierungen unterscheiden. Von öffentlichen Finanzierungen wird dann gesprochen, wenn diese unter Einschaltung eines organisierten Kapitalmarktes durchgeführt werden, wie dies bspw. bei Aktien- oder Anleiheemissionen über eine Börse der Fall ist. Der organisierte Kapitalmarkt zeichnet sich durch feste Regeln und Zulassungsbedingungen sowie die Handelbarkeit der Wertpapiere aus.<sup>263</sup> Als negative Abgrenzung sind Finanzierungen dann als privat anzusehen, wenn sie nicht über einen organisierten Kapitalmarkt abgewickelt werden.<sup>264</sup> Private Finanzierungen lassen sich in Bankfinanzierungen, informelle private und private Finanzierungen im engeren Sinn unterteilen. Bei Bankfinanzierungen stammt das Kapitalangebot von Seiten der Banken und auch die Kapitalaufnahme wird über Kreditinstitute

258 Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 357.

259 Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 357–358; Eilers (2008), S. 2–3.

260 Für eine Beschreibung von Ratings, siehe Abschnitt 4.1.2.

261 Vgl. Brezski et al. (2006), S. 2; Rudolph (2006), S. 351.

262 Vgl. Brokamp et al. (2012), S. 3–4; Müller/Brackschulze/Mayer-Fiedrich (2011), S. 237. Für eine weitere Beschreibung von Mezzaninkapital und eine Vorstellung seiner Vertreter Genusrechtskapital, stille Gesellschaft und Nachrangdarlehen, siehe Abschnitt 3.4.3.

263 Vgl. Trapp (2013), S. 1193–1218; Achleitner et al. (2011), S. 22.

264 Vgl. Smith/Smith/Bliss (2011), S. 53. Diese Abgrenzung ist nicht immer eindeutig. Für weitere Ausführungen und Kriterien zur Unterscheidung von öffentlicher und privater Finanzierung, siehe Abschnitt 4.1.5.

realisiert. Das geläufigste Beispiel hierfür ist der Bankkredit. Informelle private Finanzierungen zeichnen sich durch geringe Volumina und einen geringen Formalisierungsgrad auf, wie dies bspw. bei Privatarlehen von Personen der Fall ist. Bei privaten Finanzierungen im engeren Sinn wird Kapital nicht über Kreditinstitute, sondern über andere, zumeist institutionelle, Investoren aufgenommen. Die Beträge sind hierbei höher als bei informellen privaten Finanzierungen.<sup>265</sup> Als Beispiel sei die Begebung eines Schuldscheindarlehens genannt.

Aus der Zusammenführung dieser beiden Dimensionen ergeben sich die vier Finanzierungsformen privates Eigen- und Fremdkapital sowie öffentliches Eigen- und Fremdkapital (siehe Abbildung 11).

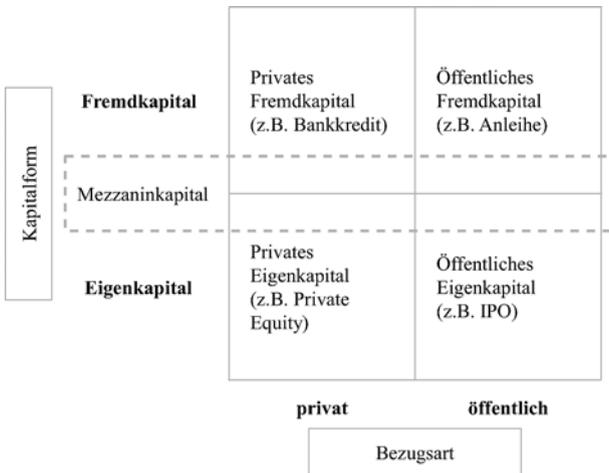


Abbildung 11: Finanzierungsformen [Quelle: eigene Darstellung]

Der Fokus der vorliegenden Forschungsarbeit soll auf privat platziertem Fremdkapital, welches einer privaten Finanzierung im engeren Sinn zuzuordnen ist, liegen. Es ist zu konstatieren, dass sich nur wenige Veröffentlichungen umfassend mit dieser Finanzierungsform beschäftigen und eindeutige Definitionen aufstellen. Ein Ansatz ist der von Achleitner/Wahl (2004) und Wahl (2004), welche eine Entwicklung und eindeutige Definition der Finanzierungsform Private Debt vornehmen. Eine genauere Beschreibung dessen findet sich in Abschnitt 4.1.3.

265 Vgl. Achleitner/Wahl (2004), S. 42–45; Wahl (2004), S. 29–31.

#### 4.1.2 Exkurs: Rating

Die unterschiedlichen Definitionen von Private Debt und privat platziertem Fremdkapital gründen u. a. auf der Bonität der zugehörigen Finanzierungsinstrumente. Da für die Bestimmung der Bonität oftmals ein Rating herangezogen wird, sollen die Vorgehensweise bei der Ermittlung sowie der Inhalt und die Limitationen von Ratings an dieser Stelle aufgezeigt werden.

Ratings dienen der Bewertung der Kreditwürdigkeit und geben Auskunft über die zukünftige Fähigkeit eines Emittenten seinen Leistungs- und Zahlungsverpflichtungen fristgemäß und vollständig nachzukommen.<sup>266</sup> Ein Rating kann auf ein Unternehmen (Emittentenrating) oder einen bestimmten Finanzierungstitel (Emissionsrating) gerichtet sein.<sup>267</sup> Es lassen sich interne und externe Ratings unterscheiden. Während interne Ratings von der Hausbank durchgeführt werden, sind bei einem externen Rating unabhängige Ratingagenturen mit der Kreditwürdigkeitsprüfung beauftragt.<sup>268</sup> Bei letzteren zeigen sich drei Hauptakteure am Markt: Standard & Poor's, Moody's und Fitch, wobei besonders die ersten beiden mit einem Marktanteil von ca. 80 % bei Unternehmensratings eine dominante Stellung innehaben.<sup>269</sup> Als deutsche Vertreter treten u. a. Creditreform und Euler Hermes auf, wobei diese hauptsächlich im Mittelstandsegment tätig sind.<sup>270</sup>

Die Erstellung eines Ratings wird anhand unterschiedlicher Kriterien durchgeführt. Zwar unterscheiden sich die Faktoren der einzelnen Rating-Agenturen, womit sich bei der Vielzahl an Anbietern eine ebenso große Anzahl an unterschiedlichen Anforderungen ergeben. Jedoch kristallisieren sich bei genauerer Betrachtung bestimmte Elemente qualitativer und quantitativer Natur heraus, welche bei einem Rating besondere Beachtung finden. Diese sind:

- Chancen und Risiken des Herkunftslandes
- Wettbewerbssituation in der Branche und Marktposition
- Finanzwirtschaftliche Verhältnisse
- Managementkompetenz<sup>271</sup>

Als Ergebnis der Bewertungen ergibt sich eine Aussage über das Ausfallrisiko des Unternehmens oder des Finanzierungstitels. Das Ausfallrisiko, also die Wahrscheinlichkeit, dass den Zahlungsverpflichtungen nicht nachgekommen werden

---

266 Vgl. Kreutz/Everling (2013), S. 362; Munsch (2013), S. 262.

267 Vgl. Achleitner (2002), S. 556–557.

268 Vgl. Opitz (2008), S. 321–322.

269 Vgl. Krämer (2008), S. 343; Emmenegger (2006), S. 33.

270 Vgl. Achleitner/Volk (2013), S. 164–165; Hasler/Karl (2013), S. 309.

271 Vgl. Kreutz/Everling (2013), S. 372–373; Gleissner/Füser (2003), S. 92–94.

kann, wird bestimmt und gemäß der Skala der Ratinggesellschaft mit einem Symbol versehen (siehe Abbildung 12).<sup>272</sup>

	Standard & Poor's	Moody's	
Investment Grade	AAA	Aaa	↑ Sehr hoch
	AA+	Aa1	
	AA	Aa2	
	AA-	Aa3	
	A+	A1	
	A	A2	
	A-	A3	
	BBB+	Baa1	
	BBB	Baa2	
BBB-	Baa3		
Non-Investment Grade	BB+	Ba1	↓ Sehr gering bzw. Zahlungsausfall
	BB	Ba2	
	BB-	Ba3	
	B+	B1	
	B	B2	
	B-	B3	
	CCC	Caa	
	CC	Ca	
	C	C	
	D		

Abbildung 12: Rating-Skalen von Standard & Poor's und Moody's [Quelle: eigene Darstellung]

Unternehmen oder Finanzierungsinstrumente höchster Qualität werden mit AAA (Aaa) beziffert, wobei ein Rating am unteren Ende der Skala auf einen Zahlungsausfall oder einen Zahlungsverzug hindeutet. Ein Rating im Bereich Aaa bis Baa3 nach Moody's wird als Investment Grade und Ratings darunter mit Non-Investment Grade bezeichnet. Die Relevanz der Unterteilung rührt daher, dass viele Investoren, statutarisch bedingt, nur Wertpapiere mit Investment-Grade-Rating kaufen dürfen.<sup>273</sup>

Mit abnehmendem Rating steigt die durchschnittliche Ausfallwahrscheinlichkeit eines Finanzierungstitels, wie nachfolgende Tabelle am Beispiel der historischen Ausfallraten europäischer Unternehmensanleihen entsprechend ihres Ratings aufzeigt (siehe Tabelle 5).

Das Rating bestimmt maßgeblich die Risikoprämie (Spread), welche einem Finanzierungstitel zugeschlagen wird. Dieser Spread wird für gewöhnlich einem risikolosen Wertpapier, wie bspw. einer Bundesanleihe zugeschlagen und soll das Bonitätsrisiko, welches Investoren eingehen, widerspiegeln.<sup>274</sup> Je nach Rating ergibt sich ein unterschiedlicher Zinsaufschlag mit unmittelbaren Auswirkungen auf die Kosten bzw. die Rendite einer Finanzierung.

272 Vgl. Kreutz/Everling (2013), S. 362.

273 Vgl. GDV (2013), S. 9; Zantow/Dinauer (2011), S. 241.

274 Vgl. Klein (2013), S. 510; Achleitner (2002), S. 551, 554–555.

Tabelle 5: Kumulierte Ausfallraten von europäischen Unternehmensanleihen (1985–2012)

Jahr Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Aaa	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Aa	0,0 %	0,1 %	0,2 %	0,3 %	0,4 %	0,5 %	0,6 %	0,8 %	0,9 %	1,0 %
A	0,2 %	0,4 %	0,9 %	1,3 %	1,9 %	2,6 %	3,2 %	3,9 %	4,6 %	5,4 %
Baa	0,2 %	0,6 %	1,0 %	1,3 %	1,7 %	2,1 %	2,8 %	3,7 %	4,5 %	5,6 %
Ba	1,1 %	2,9 %	4,2 %	5,3 %	5,8 %	7,0 %	8,2 %	9,0 %	10,4 %	12,7 %
B	2,6 %	7,1 %	12,0 %	16,6 %	20,8 %	23,7 %	26,5 %	27,6 %	27,6 %	27,6 %
Caa-C	15,1 %	25,6 %	34,1 %	40,3 %	45,2 %	48,5 %	53,3 %	56,3 %	56,3 %	56,3 %

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Moody's (2013)

Ratings sehen sich immer wieder Kritik ausgesetzt, welche v. a. durch die Finanzkrise ab dem Jahre 2008 verschärft wurde. So wird zum einen die fehlende Transparenz für das Zustandekommen eines Ratings bemängelt. Die mathematischen Formeln und die einbezogenen Faktoren welche für die Erstellung eines Ratings essenziell sind, sind i. d. R. lediglich dem Ratingunternehmen bekannt und vermögen häufig nicht, die komplexe Wirklichkeit abzubilden. Oftmals kommt es zu eklatanten Fehlbewertungen, wodurch Ratings veröffentlicht werden, welche in dieser Form keine Grundlage haben. Als Beispiel sei hier das Rating des US-amerikanischen Enron-Konzerns genannt, welchem wenige Tage vor der Insolvenz im Jahre 2001 noch eine sehr hohe Kreditwürdigkeit zugesprochen wurde, oder auch die hohe Bonitätseinstufung der Investmentbank Lehman Brothers vor ihrer Insolvenz im Jahre 2008. Letztlich bestehen für Ratingagenturen aufgrund ihrer Kundenbeziehungen Interessenskonflikte. Sie bewerten Ihre Kunden und werden von diesen dafür vergütet, womit sich gerade in einem Abhängigkeitsverhältnis eine Konzilianz zeigen kann. Erschwerend kommt hinzu, dass Ratings in gewissem Maße verhandelbar sind. So kann bspw. die erforderliche Besicherung für ein gewisses Rating mit dem Ratingunternehmen wiederholt verhandelt werden.<sup>275</sup> In der Konsequenz bezeichnet Hirsch (1996) Ratings als »objektiv subjektiv«.<sup>276</sup>

#### 4.1.3 Bestehende Definitionen – »Private Debt« von Achleitner/Wahl (2004)

Achleitner/Wahl (2004) und Wahl (2004) untersuchen die Finanzierungsform Private Debt, welche vor allem in der anglo-amerikanischen Literatur weit verbreitet, jedoch nicht grundlegend definiert worden ist. Sie definieren Private Debt wie folgt:

»Der Begriff »Private Debt im engeren Sinn« umfasst Fremdmittel, die vorwiegend von institutionellen Investoren i. d. R. außerhalb des Bankensektors zur Verfügung gestellt werden. Dabei handelt es sich um privat platzierte, d. h. im Sekundärmarkt i. d. R. nicht-gehandelte (illiquide), (erst- und nachrangige) Fremdkapital- und Mezzanine-Titel mit Sub-Investment-Grade-Rating.«<sup>277</sup>

Bei Private Debt handelt es sich also nicht um ein bestimmtes Finanzierungsinstrument, sondern vielmehr um einen Überbegriff einer Finanzierungsform, welche sich aus verschiedenen Finanzierungsinstrumenten zusammensetzt. Wenngleich aus der Bezeichnung Private Debt zunächst nicht ersichtlich, so geht

275 Vgl. Zantow/Dinauer (2011), S. 244.

276 Hirsch (1996), S. 657.

277 Achleitner/Wahl (2004), S. 47.

aus der Definition hervor, dass auch mezzanine Finanzierungsinstrumente zu dieser Finanzierungsart zählen.

Als ausschlaggebendes Kriterium für die Einordnung als Private Debt-Titel gilt für Achleitner/Wahl (2004) und Wahl (2004) die Illiquidität auf dem Sekundärmarkt. Private Debt-Instrumente werden nicht an einem organisierten Kapitalmarkt (Börse) gehandelt, sondern werden im Normalfall direkt bei den Investoren platziert und von diesen häufig bis zur Endfälligkeit gehalten. Die Investoren sind dabei institutionelle Investoren, wobei hier Pensionsfonds, Versicherungsunternehmen und weitere Kapitalsammelstellen als Hauptakteure gesehen werden.

Den Emittenten wird eine recht geringe Kreditqualität im Sub-Investment-Grade-Bereich zugeschrieben. Somit gilt Private Debt für Unternehmen als Finanzierungsalternative, deren Bonität für einen Bankkredit als nicht ausreichend eingestuft wird.<sup>278</sup>

#### 4.1.4 Entwicklung der Forschungsarbeit zugrunde liegenden Definition

Unter Berücksichtigung der in Abschnitt 4.1.1 vorgenommenen Einordnung des Begriffs privates Fremdkapital und des Ziels der Forschungsarbeit erscheint eine Übernahme der Definition »Private Debt« von Achleitner/Wahl (2004) und Wahl (2004) nicht geeignet. Bei der Untersuchung der Kernaspekte dieser Definition treten vielmehr Limitationen in Bezug auf die Anwendbarkeit auf.

Zunächst beinhaltet die Definition Private Debt auch Mezzanininstrumente, womit eine Betitelung als Debt irreführend erscheint. Die Inkludierung von Mezzaninkapital in die Definition führt zu Unschärfen, da eine eindeutige Abgrenzung von Eigenkapital bisweilen nicht möglich ist. So zählt Wahl (2004) auch solche Instrumente zu Private Debt, welche eine Erfolgsbeteiligung mit einschließen und somit in die Nähe von Eigenkapital rücken.<sup>279</sup> Durch Ausschluss von eigenkapitalnahem Mezzaninkapital, bzw. der Inkludierung nur solcher Mezzanininstrumente, welche eindeutig als fremdkapitalnah bezeichnet werden können, kann eine höhere Praktikabilität und eine schärfere Trennung von Fremd- und Eigenkapitalinstrumenten erreicht werden. Zudem zeigte sich in der jüngeren Vergangenheit eine starke und voraussichtlich auch andauernde Abschwächung des klassischen eigenkapitalnahen Mezzaninkapitalmarktes, bei einer steigenden Nutzung von privat platzierten Fremdkapitalinstrumenten.<sup>280</sup>

278 Vgl. Achleitner/Wahl (2004), S. 45; Wahl (2004), S. 112–114.

279 Vgl. Wahl (2004), S. 131–134.

280 Vgl. Kapitalmarktexperte (11.02.2014); Deloitte (2011), S. 19.

Gerade im Hinblick auf eine hohe Praxisorientierung sollte diese Entwicklung in der Begriffsabgrenzung Berücksichtigung finden.

In genannter Definition wird das Engagement von Banken als Investoren als nachrangig erachtet. Jedoch zeigen umfassende Untersuchungen, dass bspw. im Schuldscheindarlehenmarkt Banken zu den Hauptgeldgebern zählen.<sup>281</sup> Des Weiteren existieren verschiedene Finanzkonstruktionen im privaten Fremdkapitalmarkt, bei welchen auch Privatpersonen als Investoren auftreten.<sup>282</sup> Somit ist auch diesen Kapitalgebern Rechnung zu tragen.

Im Hinblick auf die Kreditwürdigkeit der Kapitalnehmer wird die Nutzung von Private Debt-Instrumenten ausschließlich bonitätsschwachen Schuldnern zugesprochen. Aufgrund der hohen Kreditwürdigkeit einiger Emittenten – bedingt durch herausragende Marktpositionen und Finanzierungsbasen, wie sie gerade viele Familienunternehmen aufweisen, einer starken Besicherung sowie der oftmals eingeräumten Seniorität von privat platzierten Fremdkapitaltiteln – lässt sich jedoch häufig ein exzellentes Rating der Kapitalnehmer und ihrer Finanzierungsinstrumente festhalten. Dazu ist in verschiedenen Fällen das Engagement eines Kapitalgebers statutarisch an das Vorliegen eines Investment-Grade-Ratings des Fremdkapitaltitels gebunden.<sup>283</sup> Somit erscheint eine Abgrenzung an dieser Stelle nicht zweckmäßig. Für eine komplette Abbildung der Investoren- und Emittentenbasis sollte folglich eine Betrachtung der gesamten Kreditwürdigkeitsbandbreite vom Unternehmen mit sehr hoher Bonität bis zum mäßigen Schuldner stattfinden.

Wie bereits bei Achleitner/Wahl (2004) aufgezeigt, lässt sich eine hohe Eignung der fehlenden Sekundärmarktliquidität als entscheidendes Kriterium für eine Einordnung als privat platziertes Fremdkapital festhalten. Damit kann die eindeutige Abgrenzung von privat platzierten und nicht privat platzierten Instrumenten sichergestellt werden. Eine derart klare Abgrenzung gestaltet sich bei anderen Unterscheidungsmethoden, wie bspw. bei der oftmals herangezogenen Differenzierung zwischen öffentlichem und nicht-öffentlichem Angebot nicht immer eindeutig.<sup>284</sup>

Aus diesen Überlegungen lässt sich die Definition von privat platziertem Fremdkapital wie folgt formulieren:

Privat platziertes Fremdkapital ist eine Finanzierungsform, welche (vorrangige und nachrangige) Fremdkapitalinstrumente umfasst, die keine Bankkredite sind und überwiegend bei institutionellen Investoren und Banken, welche als institutionelle

281 Siehe hierzu auch Abschnitt 4.2.2.

282 Als Beispiel sei hier die privat platzierte Unternehmensanleihe der Bildungs-AG genannt, welche in einer Fallstudie in dieser Forschungsarbeit betrachtet wird, siehe Anhang II.

283 Siehe hierzu auch Abschnitt 4.2.5.2.

284 Siehe zu der Abgrenzungsproblematik zwischen öffentlichem und nicht-öffentlichem Angebot auch Abschnitt 4.1.5.

Investoren fungieren, privat platziert werden und eine geringe Sekundärmarktliquidität aufweisen. Die Finanzierungstitel können sowohl Investment-Grade- als auch Sub-Investment Grade-Ratings aufweisen.

Die Unterschiede der Definitionen von Achleitner/Wahl (2004) und des Verfassers der vorliegenden Forschungsarbeit sind nachfolgend dargestellt (siehe Tabelle 6).

Tabelle 6: Vergleich Private Debt und privat platziertes Fremdkapital

	Private Debt (Achleitner/ Wahl (2004))	Privat platziertes Fremdkapital
<b>Kapitalmarkt</b>	Privater Kapitalmarkt	Privater Kapitalmarkt
<b>Sekundärmarktliquidität</b>	Gering	Gering
<b>Art des Kapitals</b>	Fremdkapital und Mezzaninkapital	Fremdkapital
<b>Investoren</b>	Hauptsächlich institutionelle Investoren	Institutionelle Investoren, Banken, Privatpersonen
<b>Rating</b>	Sub-Investment Grade	Investment Grade und Sub-Investment Grade

Quelle: eigene Darstellung

Für eine geringere Abstraktion im Hinblick auf die empirische Untersuchung in den Kapiteln 5 und 6 sollen, nach einem Exkurs zur Problematik der Abgrenzung eines Finanzierungsinstruments bzgl. der Kriterien des öffentlichen Angebots, die beiden bedeutendsten Vertreter dieser Finanzierungsform – das Schuldscheindarlehen und die privat platzierte Unternehmensanleihe – detailliert erläutert werden. Durch das Herausgreifen zweier Vertreter sind ein höherer Praxisbezug sowie umfangreichere Ergebnisse bei einer noch beherrschbaren Komplexität, gewährleistet.

#### 4.1.5 Exkurs: Öffentliches vs. nicht-öffentliches Angebot

Häufig wird die Einteilung eines Finanzierungstitels als privat platziert daran gekoppelt, dass kein öffentliches Angebot für diesen vorliegt. Die Unterscheidung zwischen einem öffentlich angebotenen und einem nicht-öffentlich angebotenen Finanzierungstitel, bzw. einem solchen bei welchem auf eine Privatplatzierung geschlossen werden kann, ist jedoch nicht immer eindeutig möglich. Zurückzuführen ist dies darauf, dass eine Definition des Begriffs Pri-

vatplatzierung im deutschen Recht inexistent ist. Aufgrund dieser dem Begriff der Privatplatzierung inhärenten Unschärfe ist eine Orientierung an Faktoren welche auf eine Privatplatzierung *hindeuten* oder das Vorliegen einer solchen ausschließen, notwendig.

Vielfach wird auf das Vorliegen einer Privatplatzierung durch negative Abgrenzung vom Begriff des *öffentlichen Angebots*, welcher sich in §2 (4) Wertpapiergesetz (WpPG) wiederfindet, geschlossen.<sup>285</sup> Ein öffentliches Angebot ist

»[...] eine Mitteilung an das Publikum in jedweder Form und auf jedwede Art und Weise, die ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und die anzubietenden Wertpapiere enthält, um einen Anleger in die Lage zu versetzen, über den Kauf oder die Zeichnung dieser Wertpapiere zu entscheiden [...]«<sup>286</sup>

Aus der Definition wird ersichtlich, dass diese eine relativ breite Auslegung des Begriffs des öffentlichen Angebots erlaubt.<sup>287</sup> Dieser Spielraum eröffnet eine Grauzone, in welcher nicht immer eindeutig geklärt werden kann, ob ein Angebot öffentlich ist oder nicht. In der Praxis unterstellt die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) dann ein öffentliches Angebot, wenn ein Interessent die konkrete Möglichkeit zu einem Kauf des Wertpapiers hat. Diese besteht bspw. dann, wenn auf der Unternehmenshomepage ein Link zu Online-Brokern für den Erwerb des Wertpapiers hinterlegt ist.<sup>288</sup> Dagegen stellen allgemeine Werbemaßnahmen und Informationen, welche auf die Möglichkeit zum Erwerb der Wertpapiere hinweisen, ohne dass tatsächlich eine Erwerbsmöglichkeit besteht, i. d. R. noch kein öffentliches Angebot dar.<sup>289</sup> Werden jedoch Wertpapierdetails, wie der Preis, die Valuta und weitere Konditionen im Rahmen von Werbemaßnahmen umfangreich genannt, kann dies u. U. bereits ein öffentliches Angebot laut WpPG darstellen und zu dessen Rechtsfolge, der Erstellung eines Wertpapierprospekts, führen.<sup>290</sup> Wird die Prospektspflicht (unwissentlich) ignoriert, so untersagt die BaFin das Angebot und verhängt ein Bußgeld.<sup>291</sup> Um dieses Risiko zu vermeiden ist eine Rücksprache mit der BaFin im Rahmen eines nicht-öffentlichen Angebots zu empfehlen.

Grundsätzlich gilt in Deutschland, dass ein Anbieter von Wertpapieren, welche im Inland öffentlich angeboten oder zum Handel an einem organisierten

---

285 Dittrich (1998) spricht hier auch von einem Vorgehen gemäß der »herrschenden Meinung« (Dittrich (1998), S. 32.)

286 §4 (2) WpPG.

287 Der Deutsche Derivate Verband (DDV) bezeichnet diese Definition gar als »unklar[...]«, DDV (2012), S. 5.

288 Vgl. BaFin (2013); Hutter/Kaulamo (2006), S. 193.

289 Vgl. Emde/König (2008), S. 162.

290 Vgl. Kuthe/Zipperle Madeleine (2013), S. 108.

291 Vgl. BaFin (2011a), S. 8.

Markt freigegeben werden sollen, einen Wertpapierprospekt erstellen muss.<sup>292</sup> Somit könnte im Umkehrschluss davon ausgegangen werden, dass bei solchen Anleihen, für welche keine Prospektspflicht besteht, auf eine Privatplatzierung geschlossen werden kann. Dies ist bspw. bei einem Angebot an einen begrenzten Personenkreis der Fall.

Jedoch ist zu beachten, dass die Prospektspflicht u. U. bei im Grunde öffentlich angebotenen Finanzierungstiteln entfallen kann. Nach §3 Abs. 2 WpPG ist dies in folgenden Fällen möglich:

- Das Angebot richtet sich nur an qualifizierte Anleger.
- Das Angebot richtet sich an weniger als 150 (nicht qualifizierte) Anleger.
- Das Angebot richtet sich nur an Anleger, welche einen Mindestbetrag von 100.000 EUR erwerben müssen.
- Es liegt eine Mindeststückelung von 100.000 EUR vor.<sup>293</sup>

Der Entfall der Prospektspflicht bei einem reinen Angebot an qualifizierte Anleger lässt sich mit der von Seiten des Gesetzgebers angenommenen geringeren Schutzbedürftigkeit dieser Anleger erklären. Als qualifizierte Anleger gelten für gewöhnlich institutionelle Investoren, aber auch kleine und mittlere Unternehmen sowie Privatpersonen, wenn sich diese bei einer Bank als professionelle Kunden eintragen lassen.<sup>294</sup> Die im Gesetzestext aufgeführte recht hohe Mindeststückelung ist relativ untypisch für öffentlich platzierte Anleihen, da diese zumeist einen Mindestbetrag je Anleihe von 100 bis 1.000 EUR aufweisen. Eher typisch ist sie für Privatplatzierungen, deren Hauptkapitalgeber – institutionelle Investoren – normalerweise höhere Summen für ihre Investitionen bereitstellen.<sup>295</sup>

Die Veröffentlichung eines Wertpapierprospekts ist für ein Unternehmen mit diversen Nachteilen verbunden. Zum einen führt diese zu einem relativ hohen monetären Aufwand, da neben der Emissionsbank auch Wirtschaftsprüfer und rechtliche Berater an der Erstellung mitwirken. Zudem ist der Prospekt mit einem Haftungsrisiko verbunden, wodurch der Emittent bei fehlerhaften oder unvollständigen Angaben im Prospekt haftet. Des Weiteren unterliegt der Emittent aufgrund hoher Transparenzanforderungen im Rahmen einer Prospekterstellung weitreichenden Pflichten zur Offenlegung von Unternehmensinformationen.<sup>296</sup>

Zusammenfassend lassen sich zur Unterscheidung von öffentlich und nicht-öffentlich angebotenen Finanzierungsinstrumenten verschiedene Unterschei-

---

292 Vgl. §1 und §3 (1) WpPG; Kuthe/Zipperle Madeleine (2013), S. 108.

293 Vgl. §3 Abs. 2 WpPG.

294 Vgl. Kuthe/Zipperle Madeleine (2013), S. 109; §31a Abs. 7 WpHG.

295 Vgl. Hochgatterer/Sacher/Wallner (2004), S. 173.

296 Vgl. Hinz/Johannson (2013), S. 408; Hutter/Kaulamo (2006), S. 195–196.

ungsmerkmale anführen. So gilt für nicht-öffentlich angebotene Finanzierungstitel im Regelfall, dass sich deren Angebot an einen begrenzten, individuell bestimmten Investorenkreis richtet und sie eine hohe Mindeststückelung und keine Börsennotiz aufweisen.

Tabelle 7: Vergleich öffentlich und nicht-öffentlich angebotene Finanzierungstitel

	Öffentlich angebotener Finanzierungstitel	Nicht-öffentlich angebotener Finanzierungstitel
<b>Angebotsrichtung</b>	An einen unbegrenzten Investorenkreis	An einen begrenzten Investorenkreis
<b>Investoren</b>	Institutionell und Privatpersonen	Institutionell
<b>Prospektpflicht</b>	Ja	Nein
<b>Mindeststückelung</b>	100 bis 1.000 EUR	10.000 bis 100.000 EUR
<b>Börsennotiz</b>	Ja	Nein

Quelle: eigene Darstellung

Diese grundlegenden, i. d. R. anzuführenden, Unterscheidungsmerkmale für öffentlich und nicht-öffentlich angebotene Finanzierungsinstrumente werden in vorheriger Tabelle gelistet (siehe Tabelle 7). In der Praxis ist eine derart eindeutige Abgrenzung jedoch nicht immer möglich, da eine Vielzahl an unterschiedlichen Finanzkonstruktionen besteht, bei welchen in Einzelfällen ein Finanzierungstitel Charakteristika beider Ausprägungen beinhalten kann. Somit erscheint die Abgrenzung eines Finanzierungstitels als privat platziert aufgrund des Fehlens eines öffentlichen Angebots als nicht eindeutig. Aus diesem Grund wird in der vorliegenden Forschungsarbeit, im Sinne einer präzisen Abgrenzungsmöglichkeit, die Sekundärmarktliquidität als eindeutiges Kriterium für die Einordnung eines Finanzierungstitels als privat platziert herangezogen.

## 4.2 Schuldscheindarlehen

### 4.2.1 Geschichte des Schuldscheindarlehens

Das Schuldscheindarlehen blickt auf eine lange Tradition in Deutschland zurück. So war die »deutsche Erfindung«<sup>297</sup> bereits seit Ende des 19. Jahrhunderts

<sup>297</sup> Kullmann (2008), S. 274.

bekannt und unterliegt in der Regel deutschem Recht.<sup>298</sup> Die Rechtsstruktur selbst existierte bereits zur Zeit des alten Roms und wurde später auch in Europa verwendet. Ursprünglich zur kommunalen Finanzierung eingesetzt, wird die Geburtsstunde des Unternehmensschuldendarlehens auf das Jahr 1935 datiert. Zu diesem Zeitpunkt begannen Versicherungsunternehmen Schuldendarlehen als Anlageform für das Sicherungsvermögen zu nutzen.<sup>299</sup> In den 1950er und 1960er Jahren erlebte das Schuldendarlehen, aufgrund von Kriegsfolgen, der Währungsreform, einem kaum funktionierenden Rentenmarkt und Versicherungs Sonderprogrammen für die Industrie, eine Hochphase als Finanzierungsinstrument für die Großindustrie.<sup>300</sup> In den darauffolgenden Jahrzehnten lag die Nutzung wieder auf einem niedrigeren Niveau. Ab 1998 lässt sich eine Wiederbelebung des Marktes feststellen – mit einer verstärkten Nutzung seit 2007, wie auch der folgende Abschnitt zum aktuellen Schuldendarlehenmarkt in Deutschland zeigt.<sup>301</sup>

#### 4.2.2 Markt für Schuldendarlehen in Deutschland

Häufig wird im Hinblick auf eine detaillierte Betrachtung des Schuldendarlehen-Marktes in Deutschland bemängelt, dass nicht genügend Daten für eine Analyse zur Verfügung stehen. Dies ist u. a. darauf zurückzuführen, dass das Schuldendarlehen als bilaterale Kreditvereinbarung weder gesondert in den Kreditstatistiken noch in den Kapitalmarktstatistiken der Deutschen Bundesbank aufgeführt wird.<sup>302</sup> So basieren viele Aussagen zu dem Umfang und den Akteuren des Schuldendarlehenmarktes in Deutschland auf Schätzungen. Im Jahre 2012 jedoch veröffentlichte die Unternehmensberatung CAPMARCON GmbH in Stuttgart in Zusammenarbeit mit der WestLB AG eine Studie, welche den hiesigen Schuldendarlehenmarkt mittels einer breiten Datenbasis analysierte. Die Studie umfasst dabei 95 % der in den Jahren zuvor getätigten Schuldendarle-

298 Vgl. Kullmann (2008), S. 274.

299 Vgl. Mittendorfer/Samudovska (2004), S. 184. Als Sicherungsvermögen (bis 2003 »Deckungsstock«) werden diejenigen Vermögenswerte eines Versicherungsunternehmens bezeichnet, welche die Deckung zukünftiger Verpflichtungen aus dem Versicherungsgeschäft sichern. Es dient der Garantie, dass im Falle einer Insolvenz des Versicherungsunternehmens die Ansprüche und Rechte des Versicherten befriedigt werden können. Der Deckungsstock ist nicht Eigentum des Versicherers, sondern wird durch ihn treuhänderisch für die Versicherten verwaltet, vgl. Zantow/Dinauer (2011), S. 206; Däumler/Grabe (2008), S. 155; Thommen/Achleitner (2006), S. 568.

300 Vgl. Farny et al. (1988), S. 759; Witte (1966), S. 15–16.

301 Vgl. Zender (2009), S. 4.

302 Vgl. Grunow (2012a), S. 4.

hen,<sup>303</sup> womit diese ein repräsentatives Bild des Marktes vermittelt. Eine weitere Studie der BayernLB im Jahre 2013 führte ebenfalls umfassende Untersuchungen zu der Marktsituation durch, wobei die Ergebnisse stärker auf Schätzwerten basieren, als im Falle der Studie der CAPMARCON GmbH. Dennoch erzeugen beide Untersuchungen ein ausführliches Bild des aktuellen Marktumfeldes. Aus diesem Grund werden hauptsächlich diese Veröffentlichungen im Folgenden zur Beschreibung des Schuldscheindarlehensmarktes in Deutschland herangezogen.

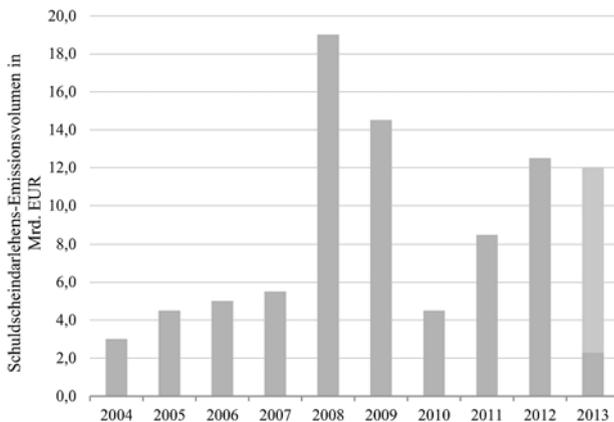


Abbildung 13: Entwicklung des Schuldscheindarlehens-Emissionsvolumens in Deutschland [Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an BayernLB (2013), S. 5]

Über die letzten 10 Jahre zeigte sich eine durchschnittlich stetige Zunahme des jährlichen Schuldscheindarlehens-Begebungsvolumens (siehe Abbildung 13).<sup>304</sup> Im Jahre 2011 lag das ausstehende Schuldscheinvolument in Deutschland bei rund 69 Mrd. EUR, was ca. 35 % des Volumens des deutschen Unternehmensanleihemarktes entspricht. Im Laufe des Jahres wurden dabei Schuldscheindarlehen im Wert von ca. 9,7 Mrd. EUR (ca. 8,5 Mrd. EUR lt. BayernLB<sup>305</sup>) begeben. Für das Jahr 2012 wurde von der CAPMARCON GmbH eine weitere Erhöhung der Emissionsaktivität prognostiziert. So sollte das ausstehende Vo-

303 Vgl. Grunow (2012a), S. 4.

304 Die Ausschläge in den Jahren 2008 und 2009 sind mit den Verwerfungen der Kapitalmärkte während der Finanzkrise in diesem Zeitraum zu erklären. Der Zusammenbruch des Marktes für Unternehmensanleihen führte dazu, dass auch große, viele davon dem DAX angehörige Unternehmen vorübergehend verstärkt den Schuldscheindarlehensmarkt nutzten, vgl. Kraus/Schröder/Schnutenhaus (2014), S. 196; BayernLB (2013); S. 5–7; Achleitner et al. (2011), S. 53.

305 Vgl. BayernLB (2013), S. 7.

lumen auf über 70 Mrd. EUR steigen, bei einer Erhöhung der Neuemissionen auf ca. 15 Mrd. EUR.<sup>306</sup> Die BayernLB ermittelte für das Neuemissionsvolumen im Jahre 2012 einen Wert von 12,5 Mrd. EUR mit einer Prognose von ca. 12 Mrd. EUR für das Jahr 2013.<sup>307</sup> Bei den Einzelvolumina zeigt sich, dass überwiegend Schuldscheindarlehen bis zu 100 Mio. EUR ausstehen. Die CAPMARCON GmbH stellte dies für 60 % der Emissionen fest. Mehr als 40 % der Schuldscheindarlehen weisen ein Volumen von weniger als 50 Mio. EUR auf, wobei auch Volumina unter 25 Mio. EUR eine signifikante Rolle spielen.<sup>308</sup> Es zeigt sich somit, dass dieses Instrument auch in der Praxis für mittelständische Unternehmen eine hohe Attraktivität besitzt.

Seitens der Emittenten zeigt sich, dass im Jahre 2012 ca. 74 % der Unternehmen ein Rating im Investment-Grade-Bereich aufwiesen.<sup>309</sup> Daraus folgt, dass Schuldscheindarlehen überwiegend von Unternehmen hoher Bonität begeben werden. Als Investoren in Schuldscheindarlehen treten überwiegend Banken auf. So wurden im Jahre 2011 ca. 75 % des Volumens von deutschen Privatbanken oder Sparkassen gezeichnet. Institutionelle Anleger, wie Versicherungen oder Pensionskassen, hatten einen Anteil von ca. 17 %. Das restliche Volumen verteilte sich dabei auf Auslands- und Volksbanken.<sup>310</sup> Hinsichtlich der Verzinsung liegen die Aufschläge auf einen risikolosen Basiszinssatz derzeit, bei einer Laufzeit von fünf Jahren in einem Korridor zwischen 80 und 300 Basispunkten – in Abhängigkeit von Bonität und Branche. Dabei beträgt der durchschnittliche Aufschlag 200 Basispunkte.<sup>311</sup>

Bei der Ausgestaltung der Laufzeiten zeigt sich eine mittelfristige Ausrichtung der Unternehmen. So wiesen 63 % der ausstehenden Schuldscheindarlehen im Jahre 2011 eine Laufzeit von bis zu fünf Jahren auf. Besonders bonitätsstarke Unternehmen emittierten häufiger Schuldscheine mit Laufzeiten von fünf bis sieben Jahren (28 %). Insgesamt zeichnet sich ein Trend zu längeren Laufzeiten ab. So nahm insbesondere der Anteil an Emissionen mit Laufzeiten zwischen fünf und sieben Jahren in letzter Zeit stark zu, wobei sich auch ein Anstieg an Schuldscheindarlehen mit Laufzeiten von über zehn Jahren beobachten lässt. Kürzere Laufzeiten dagegen nahmen über die vergangenen Jahre tendenziell ab.<sup>312</sup>

Zusammenfassend lässt sich eine Belebung des Schuldscheinmarktes über die letzten Jahre konstatieren. Der Ausblick bleibt grundlegend positiv. So wird erwartet dass sich das jährliche Neuemissionsvolumen zwischen 10 und

---

306 Vgl. Grunow (2012a), S. 5–6.

307 Vgl. BayernLB (2013), S. 7.

308 Vgl. Grunow (2012a), S. 8.

309 Vgl. BayernLB (2013), S. 9.

310 Vgl. Grunow (2012a), S. 10.

311 Vgl. Kraus/Schröder/Schnutenhaus (2014), S. 196.

312 Vgl. BayernLB (2013), S. 8; Grunow (2012a), S. 6–7.

15 Mrd. EUR einpendeln wird, wobei manche Experten auch einen Anstieg, insbesondere in Hinblick auf ein verstärktes Engagement ausländischer Investoren, für durchaus realistisch halten.<sup>313</sup> Die emittierten Einzelvolumina zeigen, dass dieses Instrument auch für Unternehmen des gehobenen Mittelstandes und somit auch Familienunternehmen eine Möglichkeit der Kapitalbeschaffung darstellen. Studien belegen hierbei, dass Schuldscheindarlehen auf Unternehmerseite zunehmend in den Fokus geraten und einige Unternehmen eine erstmalige oder weitere Emission in Betracht ziehen.<sup>314</sup> Somit lässt sich die Relevanz des Schuldscheindarlehen für die Unternehmensfinanzierung in Deutschland nicht bestreiten. Inwiefern dieses Instrument für den besonderen Typus Familienunternehmen attraktiv ist und zu deren Finanzierungscharakteristika passt, soll im weiteren Verlauf der Forschungsarbeit erarbeitet werden.

#### 4.2.3 Instrumentenbeschreibung

Das Schuldscheindarlehen gilt als deutsches Finanzierungsinstrument bzw. als ein Finanzierungsmittel, welches vorwiegend im deutschsprachigen Raum eingesetzt wird.<sup>315</sup> Der Begriff leitet sich aus der Vereinigung der Bilanzposition »Schuldscheinforderungen und Darlehen« aus dem Versicherungswesen ab. Das Instrument wird vielfach von der öffentlichen Hand genutzt, wird aber auch in hohem Maße in Unternehmen der Realwirtschaft, und dabei vermehrt im gehobenen Mittelstand, eingesetzt. In seiner Ausgestaltung entspricht das Schuldscheindarlehen einem nicht börsennotierten anleiheähnlichen Großkredit.<sup>316</sup> Dementsprechend stellt der Schuldschein kein Wertpapier dar, wie es bspw. die Anleihe ist, sondern dient vielmehr als Beweisurkunde für den Darlehensgeber. Ist ein Schuldschein ausgestellt, so geht die normalerweise dem Darlehensgeber obliegende Beweislast auf den Schuldner über, d. h. der ausgestellte Schuldschein vereinfacht für den Gläubiger den Beweis, dass die Ansprüche aus dem Schuldscheindarlehen durchgesetzt werden können. Die Ausstellung eines Schuldscheins ist jedoch nicht zwingend erforderlich. Dies bedeutet, dass das Vorliegen des Schuldscheins keine Bedingung ist, um die mit dem Darlehen verbundenen Rechte, wie der Rück- oder Zinszahlung, geltend zu machen.<sup>317</sup>

Aufgrund der ähnlichen Ausgestaltung wie eine börsennotierte Anleihe, wird das Schuldscheindarlehen oftmals als Vorstufe oder erster Schritt in Richtung

---

313 Vgl. FAZ (2012), S. 17.

314 Vgl. Deloitte (2011), S. 19; Roland Berger Strategy Consultants (2011), S. 25.

315 Vgl. Institutional Money (2012); Kullmann (2008), S. 274.

316 Vgl. Däumler/Grabe (2008), S. 171.

317 Vgl. Däumler/Grabe (2008), S. 171; Kullmann (2008), S. 274.

Kapitalmarkt bezeichnet,<sup>318</sup> jedoch weist es auch Eigenschaften des klassischen Bankkredits auf. Im Gegensatz zu der gehandelten Anleihe mit vielen unbekanntenen Investoren basieren Schuldscheindarlehen auf einer kleinen Gläubigerbasis mit einem oder wenigen bekannten Investoren. Hierbei zeigt sich ein großes Engagement deutscher Banken, Sparkassen und institutioneller Investoren, wie Versicherungs- oder Kapitalanlagegesellschaften.<sup>319</sup> Schuldscheindarlehen werden nicht an der Börse gehandelt, können jedoch mittels Übertragung der Forderung (Abtretung im Sinne des § 398 BGB) auf einen anderen Schuldner übergehen. Die Abtretung wird auch als Zession bezeichnet.<sup>320</sup> Somit lässt sich eine gewisse Fungibilität der Schuldscheindarlehen, die höher als bei einem Bankkredit ist, festhalten.

Schuldscheindarlehen zeichnen sich durch eine relativ hohe Flexibilität bezüglich der vertraglichen Ausgestaltung aus und können individuell auf die Bedürfnisse des Emittenten zugeschnitten werden.<sup>321</sup> Wie Abschnitt 4.2.2 zeigt, beträgt die Laufzeit normalerweise zwischen drei und zehn Jahren und das Volumen liegt zumeist zwischen 10 Mio. und 100 Mio. EUR, wobei auch größere und kleinere Emissionen möglich sind.<sup>322</sup> Die Tilgung erfolgt im Regelfall endfällig, wobei auch andere Rückzahlungsformen, wie bspw. eine rätierliche Tilgung, vereinbart werden können.<sup>323</sup> Die Verzinsung liegt üblicherweise um ca. 0,25 % bis 0,50 % über der einer börsennotierten Anleihe mit analogem Bonitätsrisiko, da die Investoren aufgrund der geringeren Fungibilität gewöhnlich nach einer höheren Rendite streben. Aufgrund der geringeren Emissionskosten und der laufenden Verpflichtungen, bspw. durch den Entfall der Prospekterstellung oder Börseneinführungskosten, wird der höhere Coupon jedoch zumindest wieder ausgeglichen.<sup>324</sup> Däumler/Grabe (2008) stellen sogar die Regel auf, dass Schuldscheindarlehen bei einer Laufzeit bis zehn Jahren kostengünstiger für den Emittenten sind als öffentliche Anleihen.<sup>325</sup> Da Schuldscheindarlehen nicht börsennotiert sind, findet auch keine Offenlegung

318 Vgl. BayernLB (2012), S. 45; Arndt (2011), S. 19; Kann (2011), S. 23.

319 Siehe hierzu Abschnitt 4.2.2.

320 Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 390.

321 Vgl. Mittendorfer/Samudovska (2004), S. 188; Rösler/Mackenthun/Pohl (2002), S. 388.

322 Möglich sind auch kleinteiligere Emissionen, bei welchen nicht ein einzelnes Schuldscheindarlehen bei Investoren platziert wird, sondern mehrere Darlehen von verschiedenen Unternehmen gebündelt, verbrieft und anschließend am Markt platziert werden. Diese Form der Schuldscheindarlehen wird allerdings in der vorliegenden Arbeit nicht betrachtet. Siehe hierzu auch Abschnitt 3.2.3.3 und Schmitt (2012), S. 2040.

323 Vgl. BayernLB (2013), S. 23.

324 Vgl. Warnholtz (2004), S. 107. Dieser Wert ist als Richtwert anzusehen. So waren Schuldscheindarlehen für Emittenten während der Finanzkrise 2008 teilweise sogar günstiger als Unternehmensanleihen, da letztere in dieser Phase mit hohen Risikoaufschlägen belegt wurden, vgl. Achleitner et al. (2011), S. 53.

325 Vgl. Däumler/Grabe (2008), S. 172.

des Unternehmens gegenüber der Öffentlichkeit, sondern nur gegenüber den Gläubigern statt.<sup>326</sup> Somit zeigen sich hier recht geringe Transparenzpflichten und eine hohe Vertraulichkeit. Diese Eigenschaften sind mit denen eines Bankkredits vergleichbar. Ein Vorteil dieses Finanzierungsinstruments ist die schlanke Dokumentation. Mit einem Umfang von i. d. R. 10 bis 20 Seiten fällt die diese im Vergleich zu einer öffentlichen Anleihe sehr gering aus.<sup>327</sup> Parallel dazu sind ebenfalls die Dokumentationskosten um einiges geringer. So werden diese bei Schuldscheindarlehen auf 20.000 bis 40.000 EUR taxiert, während sich die Kosten bei öffentlichen Anleihen auf ca. 200.000 EUR belaufen.<sup>328</sup> Der Schuldscheindarlehensvertrag selbst unterliegt keinen Formvorschriften, da gemäß §§ 607–609 BGB Darlehensverträge formfrei sind. Kündigungsklauseln sind für beide Seiten nicht Usus; für besondere Vorkommnisse wird allenfalls ein außerordentliches Kündigungsrecht vereinbart.<sup>329</sup>

Schuldscheindarlehen bieten für Investoren den Vorteil, dass sie zum Einstandspreis bzw. Nominalwert bilanziert werden können. Somit entfallen der Zwang einer Wertberechtigung bei Schwankungen der Kapitalmarktzinsen oder Kursrückgängen am Kapitalmarkt – wie dies bei öffentlichen Anleihen gesetzlich festgelegt ist – und somit auch ein möglicher Abschreibungsbedarf.<sup>330</sup>

Da i. d. R. deutsche Investoren angesprochen werden, ist es für den Emittenten zumeist ausreichend, gemäß Handelsgesetzbuch (HGB) zu bilanzieren. Eine Rechnungslegung nach den Vorschriften der International Financial Reporting Standards (IFRS), welche mit höherem Aufwand einhergeht, ist nicht notwendig.<sup>331</sup> Darüber hinaus ist ein externes Rating nicht zwingend erforderlich. Für viele Darlehensgeber ist stattdessen ein internes Rating der emissionsbegleitenden Bank ausreichend.<sup>332</sup>

#### 4.2.4 Besicherung

Die Besicherung von Schuldscheindarlehen erfolgt häufig über eine Negativerklärung. Diese ist mit zwei Verpflichtungen für den Darlehensgeber verbunden. Zum einen wird festgelegt, dass das Schuldscheindarlehen den gleichen Rang wie alle anderen unbesicherten Verbindlichkeiten des Darlehensgebers besitzt.

326 Vgl. Däumler/Grabe (2008), S. 173.

327 Vgl. Schmitt (2012), S. 2040; Arndt (2011), S. 20.

328 Vgl. Achleitner et al. (2011), S. 122.

329 Vgl. Däumler/Grabe (2008), S. 172.

330 Vgl. Schmitt (2012), S. 2041; Rösler/Mackenthun/Pohl (2002), S. 389.

331 Vgl. Achleitner et al. (2011), S. 73; Cünnen (2010).

332 Vgl. Kullmann (2008), S. 276. Für eine detaillierte Darstellung der Anforderungen verschiedener Investorengruppen bzgl. eines Ratings, siehe Abschnitt 4.2.5.

Zum anderen dürfen bis zur vollständigen Rückzahlung des Darlehens keinem anderen späteren Gläubiger bessere Sicherheiten eingeräumt werden, bzw. es dürfen keine Sicherheiten gestellt werden, sofern der Darlehensgeber nicht im selben Umfang an diesen Sicherheiten partizipiert oder ihm gleichwertige Sicherheiten gestellt werden. Damit wird gewährleistet, dass die Rechte des Darlehensgebers nicht im Zuge von neuen Gläubigern geschmälert werden.<sup>333</sup>

In vielen Fällen werden auch Financial Covenants vereinbart. Financial Covenants bilden Mindeststandards, bzw. Grenzwerte für die Finanzkennzahlen, welche der Emittent vor- und seinen Kapitalgebern auch regelmäßig nachweisen muss.<sup>334</sup> Werden diese nicht eingehalten, hat der Kapitalgeber oftmals das Recht auf eine außerordentliche Kündigung oder eine Erhöhung des Zinssatzes. Eine Besicherung durch Grundpfandrechte oder Bürgschaften ist zwar grundsätzlich möglich, in der Praxis allerdings nicht sehr üblich.<sup>335</sup>

#### 4.2.5 Anforderungen verschiedener Investorengruppen

Für verschiedene Investorengruppen können sich spezielle Anforderungen an eine Schuldscheindarlehensfinanzierung ergeben. Nachfolgend werden die Besonderheiten, welche die häufigsten Investoren – deutsche Banken, Versicherungsgesellschaften und Kapitalanlagegesellschaften – erfordern, ausgeführt.

##### 4.2.5.1 Deutsche Banken

Treten deutsche Banken als Schuldscheindarlehensgeber auf, so gelten für sie dieselben Vorschriften wie bei übrigen Darlehen. Liegt der Darlehensbetrag bei über 750.000 EUR oder über 10 % des haftenden Eigenkapitals der Bank, so muss das kapitalaufnehmende Unternehmen die wirtschaftlichen Verhältnisse, hierbei insbesondere die Jahresabschlüsse, offenlegen. Auf die (laufende) Offenlegung kann jedoch verzichtet werden, wenn das Schuldscheindarlehen erstklassig besichert wird.<sup>336</sup> Liegt ein Investment-Grade-Rating eines anerkannten Ratingunternehmens vor, kann ebenfalls auf die Vorlage des Jahresabschlusses verzichtet werden, wenn das Ratingergebnis und das darauf auf-

---

333 Vgl. Kullmann (2008), S. 278; Mittendorfer/Samudovska (2004), S. 172.

334 Beispiele für in der Praxis häufig verwendete Kennzahlen sind die Eigenkapitalquote, die Gesamtkapitalrentabilität, der Anlagendeckungsgrad oder auch Cash-Flow-basierte Kennzahlen. Vgl. hierzu Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 394.

335 Vgl. Kullmann (2008), S. 279.

336 Vgl. §18 KWG.

bauende Urteil zur wirtschaftlichen Lage des Unternehmens vom Kreditinstitut dokumentiert wird.<sup>337</sup>

#### 4.2.5.2 Deutsche Versicherungsgesellschaften

Die Anforderungen deutscher Versicherungsunternehmen an Darlehensnehmer für eine Kapitalbereitstellung ergeben sich aus verschiedenen Gesetzestexten: dem Versicherungsaufsichtsgesetz, der Anlageverordnung, dem Rundschreiben 04/2011 (VA) der BaFin und dem Leitfaden für die Vergabe von Unternehmenskrediten – Schuldscheindarlehen (vormals Kreditleitfaden). Darin ist geregelt, dass Versicherungsunternehmen nur dann Schuldscheindarlehen an gewerbliche Unternehmen vergeben dürfen, wenn die Bonität des Schuldners sichergestellt ist und ausreichende Sicherheiten vorliegen. Für die Beurteilung der Bonität ergeben sich für Versicherungsunternehmen zwei Möglichkeiten: erstens die Orientierung am Langfrustrating einer anerkannten Ratingagentur oder zweitens eine selbstständige, hausintern durchgeführte Bonitätsbewertung. Liegt ein Langfrustrating vor, so ist die Voraussetzung für eine Kreditvergabe ein Rating im Investment-Grade-Bereich sowie eine ausreichende Besicherung des Darlehens durch erst-rangige Grundpfandrechte oder verpfändete oder zur Sicherung übertragene Forderungen und Wertpapiere oder eine Negativerklärung. Erfolgt die Besicherung über eine Negativerklärung, so muss das Unternehmen eine herausragende Stellung in seiner Industrie einnehmen und als »erste Adresse« gelten. Dabei ist ein Langfrustrating von A- nach Standard & Poor's oder A3 nach Moody's nötig. Weist der Kreditnehmer kein Rating auf, so erfolgt die Bonitätsbewertung anhand Finanzrelationen, welche im Kreditleitfaden aufgeführt sind und sich an den Kennzahlen externer Ratingagenturen für die Einstufung als Investment-Grade-Qualität orientieren. Hier sind drei Kennzahlenblöcke (siehe Tabelle 8) mit jeweils zwei Kennzahlen entscheidend. Soll das Schuldscheindarlehen in das Sicherungsvermögen des Versicherungsunternehmens aufgenommen werden, ist es notwendig, dass je Block mindestens eine Kennzahl eingehalten wird. Ein späterer Wechsel zu der jeweils anderen Kennzahl des Blocks ist aufgrund des Prinzips der Beurteilungsstetigkeit nicht möglich.

---

337 Vgl. Kullmann (2008), S. 279.

Tabelle 8: Kennzahlen von Versicherungsunternehmen für die Bonitätsbeurteilung

<b>Block I: Cash Flow Kennzahlen zum Zinsdeckungsgrad</b>	
EBIT Interest Coverage	> 3,0
EBITDA Interest Coverage	> 4,5
<b>Block II: Kennzahlen zur Verschuldung</b>	
Total Debt/ EBITDA	< 3,0
Net Debt/EBITDA	< 2,5
<b>Block III: Kennzahlen zur Kapitalstruktur</b>	
Risk Bearing Capital (RBC)	> 27 %
Total Debt/Capital	< 50 %

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an GDV (2013), S. 14

Diese Kennzahlen gelten für eine Besicherung durch Negativerklärung ohne Vorliegen weiterer Sicherheiten. Liegen weitere Sicherheiten, wie bspw. Grundpfandrechte vor, so werden die Kennzahlen aufgeweicht. Für diesen Fall beträgt die Risk Bearing Capital Quote 20 % und das Verhältnis Total Debt/Capital sollte maximal 60 % betragen.<sup>338</sup>

Aus den hohen Anforderungen der Versicherungsunternehmen geht hervor, dass diese nur für einen beschränkten Unternehmenskreis als Kapitalgeber im Rahmen einer Schuldscheindarlehenfinanzierung infrage kommen.

#### 4.2.5.3 Deutsche Kapitalanlagegesellschaften

Die Anforderungen deutscher Kapitalanlagegesellschaften an eine Schuldscheindarlehenfinanzierung ergeben sich aus dem Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB). So dürfen Kapitalanlagegesellschaften dann in Schuldscheindarlehen investieren, wenn diese noch mindestens zweimal abgetreten werden dürfen und sich somit im Sinne des KAGB als Wertpapiere qualifizieren. Der Gesetzgeber unterscheidet im KAGB zwischen Schuldscheindarlehen als Geldmarktinstrumente und sonstige Schuldscheindarlehen. Schuldscheindarlehen sind dann als Geldmarktinstrumente klassifiziert, wenn deren Laufzeit weniger als 12 Monate beträgt. Somit zählt diese Form nicht zu den in der vorliegenden Arbeit be-

338 Vgl. GDV (2013); BaFin (2011b), B.4.3 d); Kullmann (2008), S. 279–281.

trachteten Instrumenten. Bei den laufzeitunabhängigen, sonstigen Schuldscheindarlehen dürfen Investmentgesellschaften dann bis zu 10 % des Wertes des Sondervermögens investieren, wenn das Unternehmen Wertpapiere ausgegeben hat, die in einem organisierten Markt zum Handel zugelassen sind oder eine Gebietskörperschaft, wie bspw. der Bund oder eine sonstiges Körperschaft oder Anstalt des öffentlichen Rechts, die Garantie für die Bedienung des Schuldscheindarlebens übernimmt.<sup>339</sup>

#### 4.2.6 Begebungsprozess von Schuldscheindarlehen

Die Emission von Schuldscheindarlehen erfolgt in einem mehrstufigen Prozess (siehe Abbildung 14).

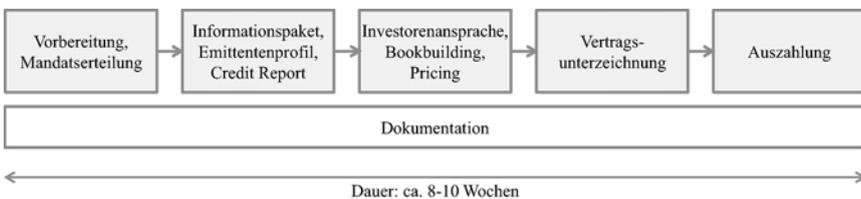


Abbildung 14: Begebungsprozess Schuldscheindarlehen [Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Zender (2009), S. 18]

Die Begebung findet üblicherweise unter Einschaltung eines Arrangeurs – normalerweise eine Bank – statt. Besonders Landesbanken treten hier mit einem Anteil von 70 % der Arrangements verstärkt auf.<sup>340</sup> Anschließend erfolgt die Erteilung des Mandats für die Strukturierung und die Ausführung der Emission.<sup>341</sup> In der Vorbereitungsphase muss der Emittent Informationsmaterial, wie die aktuellen und vergangenen Jahresabschlüsse der letzten drei bis fünf Jahre, die Unternehmensplanung und eine Unternehmenspräsentation, bereitstellen. Zudem ist über die Geschichte des Unternehmens, die Organisationsstruktur, die Geschäftstätigkeit und die langfristige Strategie Auskunft zu geben. Darüber hinaus muss umfassendes über die Finanzlage sowie externe Faktoren, wie das Markt- und Wettbewerbsumfeld, informiert werden. Von Bedeutung ist zudem, wofür die angedachten Finanzierungsmittel verwendet werden und wie hoch der Bedarf liegt.<sup>342</sup> Aus diesem Informationsmaterial wird gemeinsam mit dem

339 Vgl. §198 KAGB.

340 Vgl. Grunow (2012a), S. 10–11.

341 Vgl. Zender (2009), S. 19.

342 Vgl. Grunow (2012a), S. 18–19.

Arrangeur, neben dem Informationspaket mit dem Unternehmensprofil und den Rahmendaten zum Schuldscheindarlehen, die Auskunft über die Kredithistorie (Credit Report) des Emittenten erstellt.<sup>343</sup>

Daraufhin findet die Adressierung potenzieller Investoren statt. Diesen werden im Rahmen von Investorenveranstaltungen der Emittent und das anvisierte Finanzierungsvorhaben präsentiert. Anschließend erfolgt die Preissetzung der Emission, i. d. R. über ein Bookbuilding-Verfahren, unter Vorgabe einer Preisspanne.<sup>344</sup> In der Folge findet eine intensive Kreditprüfung durch interessierte Investoren und eine mögliche Zeichnungsbestätigung statt. Nach gewisser Zeit wird das Orderbuch geschlossen und anhand der eingegangenen Angebote der Emissionspreis festgelegt.<sup>345</sup> Der Emittent legt daraufhin in Abstimmung mit dem Arrangeur die Zeichnungsquote der verschiedenen Investoren (Allokation) fest.<sup>346</sup> Hierin zeigt sich ein Vorteil des Schuldscheindarlehens für den Emittenten: Aufgrund der stetigen Übersicht über die Interessenten im Emissionsprozess ist es ihm möglich, die Zusammensetzung seiner Investorenbasis zu einem gewissen Grad mitzubestimmen. Ist die Allokation des Schuldscheindarlehensvolumens abgeschlossen, werden die Verträge von den beteiligten Parteien unterzeichnet. Nach der Vertragsunterzeichnung erfolgt die Auszahlung des Schuldscheindarlehensbetrags. In dieser Phase kann auch die Zession an institutionelle Investoren erfolgen.<sup>347</sup> In der Praxis entsteht häufig der Fall, dass die arrangierende Bank zunächst als alleiniger erster Kreditgeber auftritt und anschließend die Forderungen an weitere Investoren überträgt. Üblich ist dabei, dass der Arrangeur die Forderungen nicht vollständig abtritt, sondern einen Teil davon in den eigenen Büchern behält. Damit soll das Engagement verdeutlicht und ein Bekenntnis zu dem Investment abgegeben werden – mit dem Ziel eines Vertrauensbeweises für die Investoren.<sup>348</sup> In der Regel kann die Emission eines Schuldscheindarlehens innerhalb von acht bis zehn Wochen abgeschlossen werden.<sup>349</sup> Somit ist der Platzierungsablauf dieses Finanzierungsinstruments wesentlich rascher als bspw. bei börsenno-

---

343 Vgl. Mittendorfer/Samudovska (2004), S. 187.

344 Bei einem Bookbuilding-Verfahren wird eine Preisspanne festgelegt, in welcher die Kaufgebote der Investoren liegen. Somit findet zum einen eine marktgerechte Preisfindung statt und zum anderen kann der Emittent erkennen, zu welchen Konditionen bei welchen Investoren das Schuldscheindarlehen platziert werden kann. Möglich ist anstatt des Bookbuilding-Verfahrens auch das Festpreisverfahren, bei welchem die Konditionen vorabbestimmt werden, vgl. Achleitner et al. (2011), S. 115; Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 376–377.

345 Vgl. Zender (2009), S. 19.

346 Vgl. Grunow (2012a), S. 18.

347 Vgl. Zender (2009), S. 19; Mittendorfer/Samudovska (2004), S. 187.

348 Vgl. Schmitt (2012), S. 2041; Investkredit Bank AG (2011), S. 5.

349 Vgl. Zender (2009), S. 19.

tierten Unternehmensanleihen oder Aktienemissionen. Auch nach der Platzierung ergeben sich weitere Anforderungen an den Emittenten und den Arrangeur. So muss der Emittent zeitnah die relevanten Geschäftsberichte und Periodenabschlüsse fertigstellen. Der Arrangeur, bzw. die Bank, fungiert als Zahlstelle und ist während der Laufzeit des Darlehens zentraler Ansprechpartner für die Investoren. So wickelt sie nicht nur die anfallenden Zahlungen ab, sondern ist auch für den Informationsaustausch zwischen Emittent und Investoren zuständig. Aufgrund dieser zumeist bilateralen Informationsteilung zwischen Arrangeur und Investor ergibt sich für den Kapitalnehmer kein weiterer Verwaltungsaufwand bei der Investorenpflege.<sup>350</sup>

#### 4.2.7 Ausgestaltungsmöglichkeiten

Schuldscheindarlehen können divergent ausgestaltet sein. Dabei lassen sich die Varianten (siehe Abbildung 15) nach der Beziehung zwischen dem Darlehensgeber- und dem Darlehensnehmer, der Anzahl der Darlehensgeber, sowie der zeitlichen Übereinstimmung bzw. der Fristigkeit des Schuldscheindarlehens mit dem Investitionshorizont der Darlehensgeber unterscheiden.

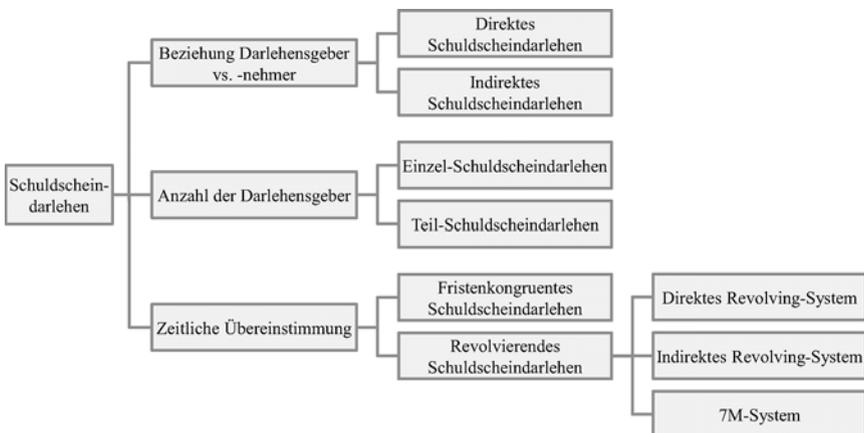


Abbildung 15: Arten von Schuldscheindarlehen [Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Däumler/Grabe (2008), S. 175–176]

Wie zuvor erwähnt werden Schuldscheindarlehen zumeist nicht direkt bei den Investoren, sondern mittels Engagement von Finanzmaklern oder Banken bei

350 Vgl. Grunow (2012a), S. 18; Mittendorfer/Samudovska (2004), S. 187–189.

diesen platziert.<sup>351</sup> Der Intermediär sorgt dafür, dass die Interessen beider Seiten aufeinander abgestimmt werden, sodass auf der einen Seite der Finanzierungsbedarf des Unternehmens gedeckt und die Erwartungen erfüllt werden sowie auf der anderen Seite das Instrument für Investoren von Interesse ist. Da sich die Vorstellungen des Darlehensnehmers von einer Kapitalaufnahme bezüglich Finanzierungsvolumen und Laufzeit meistens nicht mit einem einzelnen Kapitalgeber befriedigen lassen, werden Schuldscheindarlehen in den meisten Fällen nicht an einen Darlehensgeber als Einzel-Schuldscheindarlehen, sondern an einige (wenige) Investoren in Form von Teilschuldscheindarlehen begeben. Somit kann zum einen das geforderte Finanzierungsvolumen durch Stückelung des Schuldscheindarlehens erreicht werden und zum anderen können sich auch Darlehensgeber mit anderen Fristigkeitsvorstellungen an einer Transaktion beteiligen.<sup>352</sup>

Stimmen Investitionshorizonte von Kapitalgebern und -nehmer überein, d. h., die Darlehensgeber stellen das Kapital für die komplette Laufzeit des Schuldscheindarlehens zur Verfügung, so wird dies als fristenkongruent bezeichnet. Stimmen die Investitionshorizonte jedoch nicht mit der Laufzeit überein, so müssen (mehrere) Darlehen aneinandergereiht werden, um eine langfristige Finanzierung zu erreichen. Die Finanzierung eines lang laufenden Darlehens über hintereinandergeschaltete kurzfristige Anschlussfinanzierungen wird als *revolvierendes Darlehen* bezeichnet.<sup>353</sup> Hier lassen sich drei Varianten unterscheiden:

*Direktes Revolving-System:* Hierbei schließt der Darlehensnehmer, unter Einschaltung eines Maklers, mit mehreren Investoren Darlehensverträge ab. Diese können kurzfristiger sein als die Laufzeit des emittierten Schuldscheindarlehens. Zur Erreichung der langfristigen Finanzierung werden unter einem ständigen Wechsel der Kreditgeber die kurzfristigen Darlehen hintereinander geschaltet. Das Zinsänderungsrisiko entsteht hier beim darlehensnehmenden Unternehmen, da der Zinssatz für jeden fälligen Teilbetrag neu verhandelt werden muss. Zudem trägt das darlehensnehmende Unternehmen das Fristentransformationsrisiko – also das Risiko der Verfügbarkeit von Anschlussfinanzierungsträgern.

*Indirektes Revolving-System:* Diese Variante findet unter Einbindung einer Bank statt, welche das Schuldscheindarlehen dem Kapitalnehmer langfristig zur Verfügung stellt und den ausstehenden Betrag fortlaufend kurzfristig refinanziert. Diese Vorgehensweise kann für die Bank von Nachteil sein, wenn mit dem

---

351 Vgl. Däumler/Grabe (2008), S. 175.

352 Vgl. Däumler/Grabe (2008), S. 175.

353 Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 413.

Unternehmen ein fester Zinssatz vereinbart wurde, der kurzfristige Zinssatz für die Refinanzierungsbeträge jedoch steigt.

*7-M-System*<sup>354</sup>: Dieses System ähnelt dem indirekten Revolving-System stark. Hierbei verpflichtet sich der Finanzmakler gegenüber dem Unternehmen für eine fristengerechte Anschlussfinanzierung und den Kapitalgebern für eine termingerechte Rückzahlung. Die Finanzierung der kurzfristigen Teilbeträge erfolgt über den Geldmarkt und nicht über Kapitalsammelstellen. 7-M-Systeme wurden vom Kreditwesengesetz (KWG) in den Kreis der Bankgeschäfte einbezogen, sodass diese Art von Revolving-System nur noch von Banken durchgeführt werden darf.<sup>355</sup>

## 4.3 Privat platzierte Unternehmensanleihen

### 4.3.1 Geschichte der Anleihe

Die Geschichte der Anleihe geht auf das frühe Mittelalter zurück. Im 14. Jahrhundert begannen die italienischen Stadtstaaten Staatsanleihen zur Finanzierung ihrer Kriege an die Bürger auszugeben. Auch in den folgenden Jahrhunderten wurden Anleihen hauptsächlich zur Kriegsfinanzierung herangezogen, wobei ein erstmaliger Börsenhandel im 17. Jahrhundert stattfand.<sup>356</sup> Die Ursprünge der Unternehmensanleihen gehen auf die 1860er-Jahre zurück, als hauptsächlich Bergbau-, Eisenbahn- und Kanalbauunternehmen in den USA diese Instrumente zur Kapitalbeschaffung einsetzten.<sup>357</sup> Seit diesem Zeitpunkt wuchs der Markt für Unternehmensanleihen weltweit stetig. In den 1970er-Jahren entstand eine neue Gattung der Anleihen, sogenannte Hochzins-Anleihen von wenig kreditwürdigen Unternehmen, oftmals als Junk Bonds bezeichnet. Als Folge einer sehr hohen Nachfrage und einer stetigen Erhöhung der Risiken überhitzte und kollabierte der Junk Bond-Markt Ende der 1980er-Jahre und führte zu starken Verwerfungen an den Finanzmärkten.<sup>358</sup> In das breite Licht der Öffentlichkeit gelangten Anleihen zuletzt mit der Finanzkrise 2008 und der darauffolgenden Staatsschuldenkrise, als verschiedene Staaten drohten, ihre Staatsanleihen nicht mehr bedienen zu können.<sup>359</sup> Heute sind Anleihen auch in Deutschland eine wichtige und weitverbreitete Quelle der Kapitalbeschaffung für Unternehmen, wie das folgende Kapitel zeigt.

354 Dieses System wurde von dem Finanzmakler Rudolf Münemann entwickelt.

355 Vgl. Wöhe et al. (2011), S. 272; Däumler/Grabe (2008), S. 175–177; §1 KWG.

356 Vgl. Cünnen (2011).

357 Vgl. Giesecke et al. (2011), S. 235.

358 Vgl. Geisst (2007), S. 380–382; 396–398.

359 Vgl. Cünnen (2011).

#### 4.3.2 Markt für Anleihen in Deutschland

Als Erkenntnis aus der Untersuchung des Marktes für Unternehmensanleihen in Deutschland lässt sich festhalten, dass keine belastbaren Daten zu den in der Forschungsarbeit betrachteten privat platzierten Unternehmensanleihen identifiziert werden konnten. Zurückzuführen ist dies darauf, dass privat platzierte Anleihen von Unternehmen, ähnlich wie Schuldscheindarlehen, in keinen Kapitalmarktstatistiken gesondert erfasst werden. Im Gegensatz zum Schuldscheindarlehenmarkt konnte keine Untersuchung ermittelt werden, welche sich explizit mit der Größe des Marktes für privat platzierte Anleihen in Deutschland beschäftigt. Mittels Analysen im Rahmen der Forschungsarbeit, u. a. unter Zuhilfenahme der Hoppenstedt-Bilanzdatenbank, konnte jedoch ermittelt werden, dass ein Teil der in Deutschland emittierten Anleihen als Privatplatzierungen emittiert werden. Um die Bedeutung der Anleihefinanzierung für Unternehmen in Deutschland im Allgemeinen aufzuzeigen, erfolgt nachfolgend eine kurze Darstellung des Marktes für börsennotierte Anleihen, sowie der speziell für Mittelstandsanleihen geschaffenen Marktsegmente.

Laut Creditreform waren am deutschen Kapitalmarkt zum 30.06.2013 500 börsennotierte Anleihen von deutschen Kapitalgesellschaften emittiert, welche nicht dem Finanzsektor zuzuschreiben waren. Die Zahl der Emittenten belief sich auf 236, wovon 130 als Mid-Cap Unternehmen, also Unternehmen mit einer Bilanzsumme von unter 500 Mio. EUR, zu klassifizieren waren. Damit waren zwar weniger als die Hälfte der Emittenten Large-Cap-Unternehmen mit einer Bilanzsumme von über 500 Mio. EUR, jedoch waren diese für die Mehrzahl der Emissionen verantwortlich. Ebenso waren diese für einen Großteil des ausstehenden Volumens verantwortlich. Das insgesamt ausstehende Volumen an börsennotierten Anleihen betrug ca. 228 Mrd. EUR, wobei sich das emittierte Volumen von Large-Cap-Unternehmen auf 221,7 Mrd. EUR belief und Mid-Cap-Anleihen ein Volumen von 6,1 Mrd. EUR aufwiesen. Abbildung 16 zeigt diesen Zusammenhang graphisch auf. An diesem Beispiel wird bereits ersichtlich, dass die Emissionen von Großunternehmen im Regelfall sehr viel größer sind als die der Mid-Cap-Unternehmen. So betrug das durchschnittliche Emissionsvolumen insgesamt 456 Mio. EUR, wobei Large-Caps durchschnittlich 659,9 Mio. EUR (Median: 500 Mio. EUR) und Mid-Caps 37,1 Mio. EUR (Median: 25 Mio. EUR) mit einer Emission aufnahmen.

Insgesamt zeigt sich ein Anstieg an emittierten Anleihen über die letzten Jahre. Wurden im Jahre 2010 68 Anleihen begeben, stieg dieser Wert auf 84 im Jahre 2011, 120 im Jahre 2012 und erreichte im ersten Halbjahr 2013 einen Stand von 68.<sup>360</sup> In diesem Zeitverlauf hat insbesondere die Anzahl der Mid-Cap-

<sup>360</sup> Vgl. Creditreform (2013), S. 11–15.

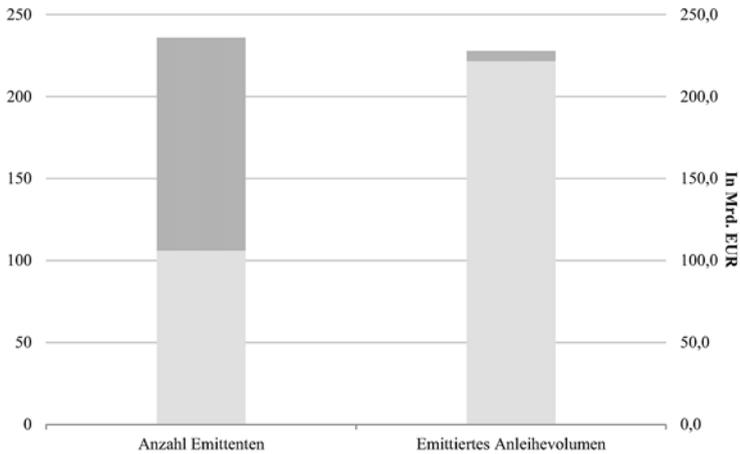


Abbildung 16: Emittenten und Emissionsvolumen von Anleihen in Deutschland [Quelle: eigene Darstellung]

Anleihen zugenommen. Dabei nutzen insbesondere inhabergeführte Unternehmen diese Finanzierungsinstrumente verstärkt.<sup>361</sup> An den speziell für Mittelstandsanleihen seit 2010 eingeführten Börsensegmenten erhöhte sich das emittierte Volumen von 0,78 Mrd. EUR im Jahre 2010 auf 1,40 Mrd. EUR im Jahre 2013.<sup>362</sup>

Im Hinblick auf die Entwicklung der Coupons am Kapitalmarkt zeigt sich eine Reduzierung der Zinssätze für die Anleihen der Large-Cap-Unternehmen und eine Erhöhung der Coupons bei Mid-Cap-Unternehmen. So sanken die durchschnittlichen Coupons bei Large-Cap-Anleihen von 5,500 % im Jahre 2009 auf 2,375 % im Jahre 2013. Dagegen erhöhten sich die durchschnittlichen Coupons bei Mid-Cap-Anleihen im gleichen Zeitraum von 6,175 % im Jahre 2009 auf 7,750 % im Jahre 2013.<sup>363</sup> Zurückzuführen ist dies u. a. darauf, dass einige der Emittenten am Markt für Mittelstandsanleihen aus der Industrie der erneuerbaren Energien stammen. Hier zeigten sich in jüngerer Vergangenheit vermehrt Zahlungsausfälle und Liquiditätsprobleme, wodurch die Risikoaufschläge stiegen.<sup>364</sup> Zudem suchten im Zeitverlauf vermehrt Schuldner mit schwächerer Bonität den Kapitalmarkt auf.<sup>365</sup>

Zusammenfassend zeigt sich also, dass mittelständische Unternehmen und auch viele Familienunternehmen verstärkt den Kapitalmarkt als Alternative zur

361 Vgl. Creditreform (2014), S. 12.

362 Vgl. Creditreform (2014), S. 13–14.

363 Vgl. Creditreform (2013), S. 17.

364 Vgl. Creditreform (2014), S. 16–17; Rohleder (2014), S. 4–5.

365 Vgl. Creditreform (2014), S. 18–22.

Kapitalbeschaffung nutzen. Dabei wird insbesondere ein Trend zu einer vermehrten Nutzung von Privatplatzierungen im gehobenen Mittelstand, d. h. bei Unternehmen mit einem Umsatz von über 250 Mio. EUR, erwartet.<sup>366</sup> Dass der Markt für privat platzierte Anleihen auch zukünftig zunehmend an Bedeutung gewinnen soll, zeigt die Entwicklung eines paneuropäischen Private Placement-Marktes im Jahre 2012, welcher ähnlich ausgestaltet werden soll wie der US-amerikanische Markt für Privatplatzierungen und ein ausstehendes Emissionsvolumen von 2,1 Mrd. EUR von 20 Emittenten im gleichen Jahr auswies.<sup>367</sup>

#### 4.3.3 Instrumentenbeschreibung

Die Anleihe, oftmals auch als Schuldverschreibung bezeichnet, stellt eine Urkunde dar, durch welche ein Schuldner dem Gläubiger eine Leistung, in vorliegender Arbeit eine oder mehrere Zahlungen, zusichert.<sup>368</sup> Ihr Urkundencharakter bedingt, dass sie vorliegen muss, um den Anspruch daraus durchzusetzen. Somit stellt die Anleihe ein Wertpapier dar.<sup>369</sup> Dadurch erfolgt eine Übertragung der Anleihe, im Gegensatz zum Schuldscheindarlehen nicht durch Forderungsabtretung, sondern wie bei sonstigen Inhaberpapieren durch Einigung und Übergabe.<sup>370</sup>

Die Anleihe wird bei der Emission in sogenannte Teilschuldverschreibungen – üblicherweise Beträge von 100 EUR, 500 EUR, 1.000 EUR oder 10.000 EUR – gestückelt. Durch die Stückelung wird eine Mobilisierungsfunktion erwirkt, da durch die kleineren Beträge eine höhere Anzahl an Gläubigern erreicht und damit hohe Anleihevolumina erzielt werden können. Zudem können auf diese Weise die Anforderungen von Kapitalgeber und -nehmer hinsichtlich des Volumens besser synchronisiert werden.<sup>371</sup>

Anleihen umfassen i. d. R. ein Volumen von zehn bis einigen hundert Millionen EUR. Die Laufzeit beträgt üblicherweise 5 bis 15 Jahre, wobei in jüngerer Vergangenheit auch längere Laufzeiten von bis zu 50 Jahren an Bedeutung gewinnen. Die Emission selbst erfolgt zumeist unter pari, d. h. der Ausgabewert

366 Vgl. Scope Ratings GmbH (2013), S. 15.

367 Vgl. Paulus (2014b). Für USPPs, siehe Abschnitt 4.3.7.

368 Die in der Praxis häufig synonyme Verwendung von Anleihe und Schuldverschreibung ist nicht uneingeschränkt korrekt. Die Anleihe ist vielmehr dem Überbegriff der Schuldverschreibung zuzuordnen. So wird der Begriff Anleihe dann verwendet, wenn sich eine Schuldverschreibung auf ein Zahlungsversprechen bezieht, welches an den Kapitalmarkt und nicht an einen konkreten Kreditgeber gerichtet ist, vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 395.

369 Vgl. Wöhe et al. (2011), S. 273; Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 395.

370 Vgl. Wöhe et al. (2011), S. 268.

371 Vgl. Staroßom (2013), S. 482; Däumler/Grabe (2008), S. 152.

liegt unter dem Nennwert der Anleihe. Die Rückzahlung erfolgt meist zu pari, kann jedoch auch über pari liegen, sodass der Nennbetrag weder mit dem Ausgabekurs noch mit dem Rücknahmekurs übereinstimmen muss. Der Differenzbetrag bei einer Ausgabe unter pari wird als Disagio bezeichnet, bei einer Ausgabe über pari als Agio. Die Verzinsung richtet sich im Normalfall nach dem Nominalzins als auf den Nennwert festgelegten Zinssatz. Dieser wird in groben Schritten von 0,5 Prozentpunkten festgelegt. Die feinere Justierung erfolgt über die Festlegung des Ausgabepreises. Aufgrund des Disagios oder Agios ergibt sich folglich für den Investor ein Unterschied zwischen der Nominalverzinsung und der Effektivverzinsung.<sup>372</sup>

Die Tilgung erfolgt häufig als Gesamttilgung am Ende der Laufzeit, in manchen Fällen auch in Jahresraten, wobei hierbei der Tilgungsbeginn erst nach einigen Jahren, häufig fünf Jahren, einsetzt. Für den Emittenten besteht die Möglichkeit eine frühzeitige Tilgung nach einer bestimmten Fristsetzung festzulegen. Dementsprechend erhöht sich die Flexibilität des Emittenten, da folglich eine Anpassung an Veränderungen des Kapitalmarktumfeldes und der Unternehmensfinanzierung möglich ist. Eine Kündigung von Seiten der Gläubiger ist in den allermeisten Fällen ausgeschlossen.<sup>373</sup> Die Zinszahlungen können vierteljährlich, halbjährlich oder jährlich erfolgen, wobei letztere Möglichkeit die am häufigsten genutzte in Deutschland darstellt.<sup>374</sup>

Anleihen sind mit relativ hohen Kosten verbunden, welche sich aus einmaligen und laufenden (Neben-)Kosten ergeben. Einmalige Nebenkosten entstehen bspw. durch Honorare für Wirtschaftsprüfer, eine Raterstellung, Gebühren von beratenen Banken oder Kosten für die Sicherheitenbestellung. Diese Kosten belaufen sich auf ca. 1 bis 4 % des Nominalbetrags der Anleihe. Laufende Nebenkosten entstehen bspw. durch die obligatorische regelmäßige Finanzkommunikation. Als Faustregel gilt, dass mit Nebenkosten von 3 bis 7 % des Nominalbetrags über die Laufzeit der Anleihe zu rechnen ist. Hinzu kommen die Kosten für Zinszahlungen, welche den größten Teil der laufenden Kosten darstellen.<sup>375</sup>

Anleihen werden im Regelfall an einer Börse gehandelt, können jedoch auch ohne Börsennotiz emittiert werden und sind somit als Privatplatzierungen zu klassifizieren. Letztere, also privat platzierte Unternehmensanleihen, werden in der vorliegenden Forschungsarbeit betrachtet. Hinsichtlich der Ausstattungs-

---

372 Vgl. Staroßom (2013), S. 485; Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 396. Reichling/Beinert/Henne (2005), S. 183.

373 Besitzt der Gläubiger ein Kündigungsrecht, wird dieses als Degussaklausel nach dem Industrieunternehmen Degussa, welches seinen Gläubigern 1953 ein Kündigungsrecht bei seiner Anleihe einräumte, bezeichnet, vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 397.

374 Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 397.

375 Vgl. Staroßom (2013), S. 496; Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 398.

merkmale sind sich die beiden Anleiheformen grundsätzlich ähnlich. Privat platzierte Anleihen gewähren jedoch den Vorteil, dass der Platzierungsprozess günstiger ist und schneller von statten geht.<sup>376</sup> Zudem sind diese bereits bei einem niedrigeren Emissionsvolumen ab ca. 10 Mio. EUR wirtschaftlich und kommen zumeist ohne Wertpapierprospekt aus.<sup>377</sup> Aufgrund der geringen Sekundärmarktliquidität fordern Investoren jedoch i. d. R. eine Prämie, d. h. eine etwas höhere Verzinsung, als für öffentlich platzierte Anleihen.<sup>378</sup> Privat platzierte Anleihen weisen zudem im Regelfall kürzere Laufzeiten von bis zu zehn Jahren auf, als große börsennotierte Schuldverschreibungen.<sup>379</sup> Weitere Merkmale und Ausgestaltungsmöglichkeiten werden in den nachfolgenden Abschnitten erläutert.

#### 4.3.4 Besicherung

Besicherungen sind im Regelfall fester Bestandteil von Anleiheverträgen. Hierbei sind gemäß Hochgatterer/Sacher/Wallner (2004)<sup>380</sup> verschiedene Vereinbarungen üblich:

- Negativverpflichtung und Pari-Passu-Klausel: Diese werden im Vertragsdokument häufig unter »Status und Negativverpflichtung« zusammengeführt. Die Negativverpflichtung soll den Anleihegläubiger vor Benachteiligungen durch besser besicherte Finanzierungsinstrumente in der Zukunft schützen, während die Pari-Passu-Klausel die Gleichrangigkeit der Forderungen mit anderen, gegenwärtigen und zukünftigen, Verbindlichkeiten des Emittenten gewährleistet.<sup>381</sup>
- Verzugsklauseln: Diese Klauseln regeln die Bedingungen, zu welchen die Gläubiger den Anleihekontrakt kündigen dürfen. Bspw. kann ein unmittelbares Kündigungsrecht bei Zahlungsverzug des Emittenten vereinbart sein; aufgrund deren Eigenschaft als Frühwarnindikator sind sie als Besicherung im weiteren Sinne zu sehen.
- Drittverzugsklausel: Diese Klausel regelt das Kündigungsrecht des Gläubigers, wenn die Konzernmutter des emittierenden Unternehmens in Zahlungsverzug gerät.
- Rechtliche und finanzielle Covenants: Diese Besicherungsform tritt verstärkt bei privat platzierten Anleihen auf. Während die rechtlichen Covenants

376 Vgl. Hinz/Johannson (2013), S. 409.

377 Vgl. Waigel (08.04.2014).

378 Vgl. Achleitner (2002), S. 490.

379 Vgl. Hochgatterer/Sacher/Wallner (2004), S. 173.

380 Vgl. Hochgatterer/Sacher/Wallner (2004), S. 176–177.

381 Siehe hierzu auch die Ausführungen in Abschnitt 4.2.4.

häufig auf eine Beibehaltung der Eigentümerverhältnisse im Unternehmen abzielen und auch die Veräußerung bestimmten Anlagevermögens untersagen, zielen finanzielle Covenants auf die Einhaltung finanzieller Kennzahlen, wie der Eigenkapitalquote oder der Gesamtkapitalrendite, ab.

- Personalsicherheiten: Wie auch in klassischen Kreditverträgen werden häufig Personalsicherheiten, wie bspw. Garantien, vereinbart.
- Realsicherheiten: Diese bedingen ein Verwertungsrecht an einem Vermögensgegenstand des Emittenten, sind aber in den vergangenen Jahren eher unüblich geworden.

#### 4.3.5 Begebungsprozess von Anleihen

Der Begebungsprozess einer privat platzierten Anleihe ähnelt sehr stark der Vorgehensweise bei einer Schuldscheindarlehensbegebung. Zur Vermeidung einer Redundanz sei daher an dieser Stelle auf Abschnitt 4.2.6 verwiesen.

#### 4.3.6 Ausgestaltungsmöglichkeiten

Für die Ausgestaltung einer Anleihe ergeben sich verschiedene Möglichkeiten, die sich nach Art der Verzinsung und Tilgung unterscheiden (siehe Tabelle 9).

Tabelle 9: Ausgestaltungsmöglichkeiten Anleihe

	<b>Straight Bond</b>	<b>Floating Rate Notes</b>	<b>Zerobond</b>
<b>Zinssatz</b>	Fix	Variabel	Keine Zinszahlungen
<b>Tilgung</b>	i. d. R. endfällig	i. d. R. endfällig	endfällig

Quelle: eigene Darstellung

Die klassische Anleihe im europäischen Raum ist die Fixzins-Anleihe oder auch Straight Bond genannt. Hierbei ist der Nominalzinssatz über die Laufzeit konstant und die Tilgung erfolgt endfällig. Der Zinssatz einer Anleihe kann jedoch ebenfalls variabel sein. Variabel verzinsten Anleihen werden Floating Rate Notes genannt. Dabei wird der Zinssatz periodisch, zumeist in viertel- oder halbjährlichen Abständen, an einen festgelegten Referenzzinssatz, oftmals den Euro Interbank Offered Rate (EURIBOR), angepasst. Das Zinsschwankungsrisiko kann dabei durch Abreden in Form von Ober- und Untergrenzen, sog. Caps und Floors, begrenzt werden. Wird ein Zinskorridor festgelegt, wird von einem Collared Floater gesprochen. Eine weitere Anleihevariante stellt die Nullku-

ponanleihe oder Zerobond dar. Dabei finden während der Laufzeit der Anleihe keine Zinszahlungen statt. Stattdessen ergibt sich für den Gläubiger der Ertrag aus der Differenz zwischen Ausgabe- und Rücknahmekurs. Der Vorteil für den Schuldner liegt in der Schonung der Liquidität, da während der Laufzeit keine Zahlungen geleistet werden müssen.<sup>382</sup>

#### 4.3.7 Sonderform der Privatplatzierung – US Private Placement

Eine weitere Möglichkeit der Finanzierung über privat platzierte Unternehmensanleihen stellt die Kapitalaufnahme am privaten US-amerikanischen Kapitalmarkt dar. Dieser wird auch seit einigen Jahren verstärkt von deutschen Unternehmen genutzt, wie der nachfolgende Abschnitt zeigt.

##### 4.3.7.1 Markt für US Private Placements

Der US-amerikanische Markt für Privatplatzierungen ist um einiges größer und blickt auf eine längere Historie zurück als der europäische. So wurden US Private Placements (USPPs) in den Vereinigten Staaten bereits in den 1930er Jahren populär.<sup>383</sup> Während der Markt für Privatplatzierungen in Europa im Jahre 2003 laut Greenberg (2005) noch quasi nicht-existent war, belief sich das Emissionsvolumen in den USA im selben Jahre auf knapp 46 Mrd. USD.<sup>384</sup> Als Grund für diese Diskrepanz lässt sich eine grundsätzlich stärkere Kapitalmarktorientierung in den USA und die Existenz vieler Einzelstaaten mit verschiedenen Währungen und hohem Währungsrisiko im Europa der Prä-Euro-Ära anführen. Dabei war es vielen institutionellen Investoren, den klassischen Privatplatzierungs-Investoren, satzungsgemäß nicht erlaubt, grenzüberschreitend Kapital anzulegen. Mit der Einführung des Euro als gemeinsame Währung sowie einheitlichen Regeln und Gesetzen änderten sich die Begebenheiten für die Investoren. Dennoch entwickelt sich der Markt für Privatplatzierungen in Europa aufgrund lokaler etablierter Sonderformen dieser Finanzierungsform, wie bspw. dem Markt für Schuldscheindarlehen in Deutschland<sup>385</sup>, und einer recht geringen Liquidität am Markt nur sehr langsam.<sup>386</sup> Somit ist der Markt für Privatplatzierungen in den USA auch heute noch bedeutend größer als in Deutschland bzw. Europa. Dieser erreichte im Jahr 2013 ein Volumen von ca. 49 Mrd. USD nachdem im Vorjahr ein neuer

382 Vgl. Staroßom (2013), S. 485–487; Hochgatterer/Sacher/Wallner (2004), S. 175.

383 Vgl. Hershman (1969), S. 10.

384 Vgl. Greenberg (2005), S. 3.

385 Siehe hierzu Abschnitt 4.2.2.

386 Vgl. Greenberg (2005), S. 8–9.

Rekordwert mit einem Volumen von ca. 54 Mrd. USD aufgestellt wurde.<sup>387</sup> Dahingegen wies der in Abschnitt 4.3.2 beschriebene Markt für paneuropäische Private Placements ein Volumen von 2,1 Mrd. EUR im Jahre 2012 auf.<sup>388</sup>

Auch viele deutsche Unternehmen nutzen den Weg der Kapitalaufnahme über USPPs. Hier lässt sich speziell ab dem Jahre 2002 ein sprunghafter Anstieg der Aktivitäten deutscher Unternehmen festhalten.<sup>389</sup> Eine Platzierung am US-Markt ist besonders für mittlere bis größere Unternehmen mit starker Marktstellung und hohem Bekanntheitsgrad interessant. Hier zeigt sich ein besonders großes Interesse von Kapitalgeberseite, in deutsche Familienunternehmen zu investieren.<sup>390</sup>

#### 4.3.7.2 Instrumentenbeschreibung

Bei einem USPP werden die Wertpapiere direkt bei den institutionellen Investoren platziert. Dabei ist der Investorenkreis mit einer Anzahl von zwei bis fünf Investoren üblicherweise recht klein. Das Emissionsvolumen beträgt im Normalfall zwischen 25 und 500 Mio. EUR mit einer Laufzeit zwischen 3 und 20 Jahren, wobei sich die Mehrzahl der Emittenten auf einen Finanzierungshorizont von 7 bis 15 Jahren festlegen. Im Hinblick auf die Besicherung sind USPPs üblicherweise gleichrangig mit anderen unbesicherten Verbindlichkeiten des Emittenten. Die Rückzahlung erfolgt zumeist endfällig, wobei auch Tilgungszahlungen vereinbart werden können. Eine vorzeitige Kündigung von Seiten des Schuldners ist zwar möglich, jedoch muss für diesen Fall eine Vorfälligkeitsentschädigung an die Inhaber der Wertpapiere entrichtet werden.<sup>391</sup>

Der Markt für USPPs zeichnet sich im Gegensatz zum europäischen Kapitalmarkt durch Strukturen aus, welche speziell für diese Finanzierungsform geschaffen wurden. In diesem Zusammenhang ist Rule 144 A, welche 1990 von der US-Börsenaufsicht Securities and Exchange Commission (SEC) eingeführt wurde, zu nennen. Sie besagt, dass Privatplatzierungen unter Investoren mit

387 Vgl. ACIC (2014), S. 2; National Association of Insurance Commissioners (NAIC) (2014).

388 Vgl. Paulus (2014b). Hierbei sind die lokalen Märkte für privat platziertes Fremdkapital, wie der französische, welcher im Jahre 2012 ein Volumen von 3,3 Mrd. EUR aufweist oder der deutsche Schuldscheindarlehenmarkt, nicht zu vernachlässigen. In Summe bestätigt sich jedoch, dass der USPP-Markt bedeutend größer ist als das europäische Pendant.

389 Dies wird darauf zurückgeführt, dass einige deutsche Unternehmen dem Beispiel erfolgreicher Platzierungen von deutschen Vorreitern am US-Markt zu diesem Zeitpunkt versuchten nachzueifern. Dabei wurde der Markt für USPPs als Möglichkeit zur Diversifizierung der Finanzierung und der Erreichung langer Laufzeiten, vor dem Hintergrund eines rückläufigen Kreditangebots deutscher Banken, erkannt, vgl. Strauch (2008), S. 284; O'Connor (2004), S. 30.

390 Vgl. Haller (2008), S. 103–104.

391 Vgl. Strauch (2008), S. 284–285.

besonderen Eigenschaften, den sogenannten Qualified Institutional Buyers (QIB), gehandelt werden dürfen. Als QIB gelten Investoren, welche ein ständiges Portfolio von mindestens 100 Mio. USD aufweisen.<sup>392</sup> Somit fallen darunter Versicherungsgesellschaften, Pensionsfonds, Kapitalanlagegesellschaften, sowie Banken.<sup>393</sup> Voraussetzung für die Anwendung der Regel ist, dass kein öffentliches Angebot – weder auf dem Primär- noch auf dem Sekundärmarkt – erfolgt. Die SEC visierte mit der Einführung von Rule 144 A das Ziel an, die Liquidität im Markt für Privatplatzierungen zu erhöhen.<sup>394</sup> Darüber hinaus sollte der Markt für ausländische Emittenten attraktiver werden. So entfallen die Börsennotierung und damit in der Folge weitere Offenlegungspflichten gegenüber der Öffentlichkeit. Zudem müssen 144 A-Privatplatzierungen nicht bei der SEC registriert werden, womit sowohl der langatmige Registrierungsprozess als auch die dafür entstehenden Kosten entfallen.<sup>395</sup>

USPPs können jedoch auch in klassischer Form, d. h. so, dass sie nicht unter Rule 144 A fallen, emittiert werden. Somit ist eine Handelbarkeit unter den QIB ausgeschlossen. In diesem Fall erfolgt das Angebot an einen kleinen Investorenkreis, üblicherweise Versicherungsunternehmen und Investmentgesellschaften. Wenn kein öffentliches Angebot stattfindet und die Finanzierungstitel im Hinblick auf einen Weiterverkauf Beschränkungen unterliegen, so müssen diese USPPs ebenfalls nicht bei der SEC registriert werden. Der Vorteil einer solchen Begebung ist, dass, im Gegensatz zu einer Platzierung unter Rule 144 A, kein Rating erforderlich ist.<sup>396</sup>

USPPs unterliegen zudem keinen besonderen Corporate Governance-Richtlinien oder Berichtspflichten nach US-amerikanischem Recht, wie bspw. dem Sarbanes-Oxley-Act oder einer Bilanzierung nach den United States Generally Accepted Accounting Principles (US-GAAP).<sup>397</sup> Somit ergeben sich recht geringe Transparenzpflichten für den Emittenten, welche vergleichbar mit einer Kreditaufnahme über ein Bankenkonsortium sind.<sup>398</sup>

USPPs zeichnen sich durch eine recht standardisierte Dokumentation aus. Bis Mitte der 1990er-Jahre war diese aufgrund einer geringen Standardisierung und einem hohen Verhandlungsaufwand zwischen den beteiligten Parteien sehr aufwendig. Zu diesem Zeitpunkt begründete eine Gruppe von Emittenten, In-

---

392 Vgl. Securities and Exchange Commission (1990), S. 17936.

393 Banken müssen über das Mindestportfolio von 100 Mio. USD Eigenmittel in Höhe von mindestens 25 Mio. USD ausgewiesen haben, vgl. Securities and Exchange Commission (1990), S. 17936.

394 Vgl. Carey et al. (1993), S. 43.

395 Vgl. Greenberg (2005), S. 3; Chaplinsky/Ramchand (2004), S. 1073–1074; Carey et al. (1993), S. 43–44.

396 Vgl. Ashurst (2013), S. 2.

397 Vgl. Chaplinsky/Ramchand (2004), S. 1073–1074; Carey et al. (1993), S. 43–44.

398 Vgl. Strauch (2008), S. 285.

vestoren und Anwälten das *Private Placement Enhancement Projekt*. Ziel war die Verschlankung und Vereinfachung des Emissionsprozesses. Dafür wurde ein Muster-Anleihekaufvertrag, der auf New Yorker Recht basiert, aufgestellt, welcher Abschlussbedingungen, Übertragungsbestimmungen und weitere Vertragsinhalte standardisierte. Auch für die Kontrolle der Finanzkennzahlen wurde ein Handbuch (*Financial Covenants Reference Manual*) erstellt, welches in die Anleihebedingungen aufgenommen werden kann. Überarbeitete Versionen des Muster-Anleihekaufvertrages bilden mittlerweile den Marktstandard, an dem sich die Mehrzahl der Emittenten orientiert.<sup>399</sup> Zusätzlich ist im Dokument *Private Placement Enhancement Process* ein Muster für den zeitlichen Ablauf einer Transaktion sowie für Emittenten ein Leitfaden für die bereitzustellenden Due-Diligence-Unterlagen festgehalten. Darüber hinaus wurde ein *Guide to Amendment* entwickelt, welcher Empfehlungen für die Vorgehensweise bei nachträglichen Änderungen sowie Änderungsmuster aufzeigt.<sup>400</sup> Somit ergeben sich für Emittenten eine Vielzahl an Hilfestellungen und etablierten Marktstandards, welche die Emission von USPPs stark vereinfachen. Gerade auch für mittelständische Unternehmen stellt die Kapitalaufnahme am USPP-Markt eine attraktive Möglichkeit dar, da auch geringere Finanzierungsvolumen und eine relativ schnelle Transaktionsabwicklung möglich sind.

#### 4.3.7.3 Begebungsprozess US Private Placement

Der Begebungsprozess eines USPPs ähnelt dem des Schuldscheindarlelehens und der privat platzierten Anleihe. Daher soll aus diesem Grund lediglich kurz auf die einzelnen Schritte eingegangen werden.

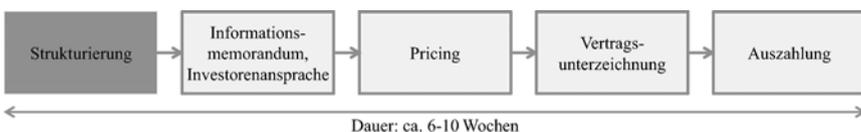


Abbildung 17: Begebungsprozess US Private Placement [Quelle: eigene Darstellung]

Der Emissionsprozess gliedert sich in fünf Schritte (siehe Abbildung 17). Die Platzierung erfolgt üblicherweise unter Einschaltung eines Arrangeurs, zumeist einer Bank. In Zusammenarbeit werden die grundlegenden Vorstellungen von

399 Ein Exemplar eines Mustervertrages für internationale Emittenten mit Rating BBB oder besser (Model X-2 Form) ist auf der Homepage des American College of Investment Counsel (ACIC) verfügbar: <http://aciclaw.org/forms>.

400 Vgl. Strauch (2008), S. 288–289.

der Transaktion erarbeitet sowie ein Informationsmemorandum mit den wesentlichen Inhalten für die Investorenansprache erarbeitet. Zu diesem Zweck führt der Platzeur eine intensive Unternehmensprüfung (*Due Diligence*) durch. Anschließend erfolgt die Aufsetzung des Anleihekaufvertrages. In der darauffolgenden Phase werden die Investoren angesprochen und das USPP vermarktet. Dabei finden in einem ersten Schritt direkte Gespräche zwischen Emittent und potenziellen Investoren statt. In einem zweiten Schritt wird ausgewählten Investoren die Möglichkeit einer Due Diligence eingeräumt. Daraufhin werden mit interessierten Investoren die Konditionen ausgehandelt und u. a. auch das Pricing durchgeführt. Abgeschlossen wird die Transaktion durch die Vertragsunterzeichnung sowie der Kapitalbereitstellung. Aufgrund der hohen Standardisierung und der im Vergleich zu einer öffentlichen Anleihe geringen Anforderungen an die Vertragspartner ist eine Platzierung innerhalb von sechs bis zehn Wochen möglich.<sup>401</sup>

Die vorgestellten privat platzierten Fremdkapitalinstrumente weisen besondere Ausstattungsmerkmale auf, welche sich z. T. in ihrer Ausprägung unterscheiden. Nachfolgende Tabelle gibt hierzu einen Überblick über die bisher vorgestellten Instrumente Schuldscheindarlehen, privat platzierte Anleihe und USPP (siehe Tabelle 10).

Tabelle 10: Übersicht privat platzierte Fremdkapitalinstrumente

	Schuldscheindarlehen	Privat platzierte Anleihe	USPP
<b>Begebungsort</b>	Deutschsprachiger Raum	Deutschsprachiger Raum	USA
<b>Investoren</b>	Institutionelle	Institutionelle, Privatpersonen	Institutionelle
<b>Prospektpflicht</b>	Nein	U. U. notwendig	Nein
<b>Börsennotiz</b>	Nein	Nein	Nein
<b>Flexibilität der Ausgestaltung</b>	Sehr flexibel	Flexibel <sup>402</sup>	Standardisiert
<b>Emissionsvolumen</b>	Ab 20 Mio. EUR	Ab 10 Mio. EUR	25–500 Mio. EUR
<b>Laufzeit</b>	3–7 Jahre	3–10 Jahre	7–15 Jahre

Quelle: eigene Darstellung

401 Vgl. Strauch (2008), S. 285–287.

402 Für die geringere Flexibilität von privat platzierten Anleihen gegenüber Schuldscheindarlehen, siehe Waigel (08.04.2014).

## 4.4 Zusammenführung der Forschungsfelder Familienunternehmen, Finanzierung und privat platziertes Fremdkapital

Vor der Durchführung der empirischen Untersuchung sollen die bisher diskutierten Forschungsfelder Familienunternehmen, Finanzierung von Familienunternehmen und privat platziertes Fremdkapital zusammengeführt werden, um Vorüberlegungen über die Finanzierung von Familienunternehmen mit privat platziertem Fremdkapital zu generieren. Diese Vorgehensweise hängt mit der Wahl des Fallstudienansatzes als Forschungsmethode für die Forschungsarbeit, wie Kapitel 5 zeigen wird, zusammen. Nach Yin (2014) sollten im Falle von Fallstudien vor der eigentlichen Untersuchung Aussagen und Vermutungen erzeugt werden, welche im Verlauf der Studie untersucht werden, bzw. an denen sich die Studie orientiert.<sup>403</sup>

Die Vorüberlegungen sollen somit als Grundlage für die in Kapitel 5 und 6 stattfindende empirische Untersuchung dienen. Dazu wird zunächst der derzeitige Stand der Forschung ermittelt. Für weitere Denkanstöße und zur Bereicherung der Thematik wird auch auf die Erkenntnisse aus artverwandter Forschung eingegangen. Daraufhin werden aus den bisher ermittelten Ergebnissen die Vermutungen zur Beantwortung der Forschungsfragen angestellt.

### 4.4.1 Stand der Forschung zur Finanzierung von Familienunternehmen mit privat platziertem Fremdkapital

Bei der Analyse bisheriger Forschungsarbeit zur Thematik der Finanzierung von Familienunternehmen mit privat platziertem Fremdkapital lässt sich ein Mangel an wissenschaftlichen Untersuchungen konstatieren. Zwar wird vereinzelt postuliert, dass diese Finanzierungsform insbesondere für Familienunternehmen eine interessante Alternative darstellt, weil sie »dem Wesen der Familienunternehmen entgegenkommt«<sup>404</sup>. Umfangreiche Untersuchungen, ob dies tatsächlich zutrifft und was die Hintergründe einer solchen Finanzierung sind, konnten jedoch nicht ermittelt werden. So sind auch ausführliche Untersuchungen, welche Familienunternehmen explizit mit privat platzierten Unternehmensanleihen in Verbindung bringen, bis dato nicht bekannt. Ansätze zur Untersuchung der Finanzierung mit Schuldscheindarlehen finden sich in einer im Jahre 2011 veröffentlichten Studie von Achleitner et al. (2011). In dieser Studie wird die Kapitalmarktfinanzierung von Familienunternehmen beleuch-

403 Vgl. Yin (2014), S. 14–15; Borchardt/Göthlich (2007), S. 36.

404 Vgl. Wimmer et al. (2009), S. 19.

tet, zu welcher die Verfasser auch die Finanzierung über Schuldscheindarlehen zählen. Dabei wird u. a. auf die Motivation von Familienunternehmen hinsichtlich einer derartigen Finanzierung und auch auf die Anforderungen an die Unternehmen eingegangen. Die beiden Gründe für eine Kapitalmarktfinanzierung bestehen in der Unterstützung des Unternehmenswachstums und der Diversifikation der Finanzierungsquellen. Mit der Letzteren wird das Ziel verfolgt, bestehende Finanzierungstitel, vor oder nach ihrer Fälligkeit, abzulösen, sowie eine Unabhängigkeit von Banken zu erreichen. Ebenso sehen Familienunternehmen mit der Kapitalmarktfinanzierung eine gewisse Sicherheit der Finanzierung sowie einen Kostenvorteil gegenüber anderen Instrumenten verbunden. Darüber hinaus nutzen Familienunternehmen bei Schuldscheindarlehen die Möglichkeit, Einfluss auf die Zusammensetzung des Investorenkreises zu nehmen, indem bestimmte Kapitalgebergruppen von einer Finanzierung ausgeschlossen sind oder einer Zustimmungspflicht von Seiten der Emittenten unterliegen. Als Anforderungen bei einer Kapitalmarktfinanzierung zählen ein gewisses Maß an Professionalität im Sinne eines gut aufgestellten Reportings sowie ausreichend Ressourcen. Dies gilt insbesondere für die Finanzabteilung, welche die Finanzierung aufstellen und adäquat betreuen soll. Ebenso sollten Familienunternehmen vor einer Finanzierung die Bereitschaft zu einer offenen Kommunikation und Transparenz aufweisen.<sup>405</sup> Im Gegensatz zur vorliegenden Forschungsarbeit wurde bei dieser Studie jedoch die Finanzierungsform privat platziertes Fremdkapital nicht explizit vertieft. Stattdessen stand die Publikation unter dem Licht der öffentlichen Kapitalmarktfinanzierung – mit einer Betrachtung von Eigenkapital- und Fremdkapitalfinanzierungen gleichermaßen. Schuldscheindarlehen wurden als eine kapitalmarktnahe Finanzierungsform eingeschlossen, ohne sie einer separaten Finanzierungsart zuzuweisen. Zudem fand keine Betrachtung des gesamten Finanzierungsprozesses einschließlich der Folgen und der Berücksichtigung der Wechselbeziehung mit der Eigentümerfamilie statt. Somit lässt sich ein unterschiedlicher Untersuchungsfokus mit anderen Schwerpunkten – bei einer Vermischung der Aussagen über Schuldscheindarlehen und öffentliche Kapitalmarktfinanzierung – festhalten, welcher eine nähere und getrennte Untersuchung von privat platziertem Fremdkapital im Zusammenhang mit Familienunternehmen bedingt.

#### 4.4.2 Erweiterung um Erkenntnisse aus artverwandter Forschung

Aufgrund der geringen Ergiebigkeit der Forschung über die Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital soll nachfolgend eine Darstellung bisheriger

---

405 Vgl. Achleitner et al. (2011), S. 90–91, 114, 105–109, 136–137.

Erkenntnisse in mit der vorliegenden Forschungsarbeit verwandten Untersuchungen durchgeführt werden. Vielfach werden im Falle mangelnder Kenntnisse über Familienunternehmen in einem Forschungsgebiet KMUs als Annäherung herangezogen. Jedoch ist diese Vorgehensweise an dieser Stelle nicht zielführend. So existieren auch für KMUs keine umfassenden Untersuchungen zur Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital. Dies ist z. T. auch dem folgenden Umstand geschuldet: Wie in Abschnitt 2.1.3 gezeigt, unterliegen KMUs verschiedenen Größenbeschränkungen. Werden die Mindestvolumen von privat platzierten Fremdkapitaltiteln in Betracht gezogen, so kommt eine Ausstattung mit dieser Finanzierung für die meisten KMUs gar nicht in Frage. Damit scheiden KMUs als Annäherung für eine Betrachtung aus.

Eine weitere Möglichkeit für die Hinzunahme artverwandter Forschung ist die Berücksichtigung eines anderen Finanzierungstyps anstatt eines anderen Unternehmenstyps. Im Felde der Finanzierung auf dem privaten Kapitalmarkt lässt sich hier die Bereitstellung von privatem Beteiligungskapital (Private Equity) heranziehen, um daraus Rückschlüsse für die vorliegende Forschungsarbeit abzuleiten. Dies erscheint deshalb schlüssig, weil eine Private-Equity-Finanzierung einer privaten Fremdkapitalfinanzierung in gewissen Bereichen ähnlich ist. So erfolgen ebenfalls eine externe, nicht-bankkreditgebundene Kapitalaufnahme und eine Offenlegung von Unternehmensinterna gegenüber einem oder mehreren Investoren. Dazu ist die Investitionsdauer meist auf vier bis acht Jahren begrenzt.

Untersuchungen zeigen, dass Familienunternehmen häufig aus Not in die Hereinnahme eines fremden Eigenkapitalinvestors getrieben scheinen. So ist oftmals aus finanzpolitischen Gründen eine Erhöhung des Eigenkapitals vonnöten, womit die Annahme getroffen werden kann, dass die Möglichkeiten, eigenes Eigenkapital zu stellen, ausgeschöpft sind. In der Folge lässt auch das Kreditangebot von Seiten der Banken wegen einer mangelnden Unterlegung der Kredite mit Eigenkapital nach.<sup>406</sup> Diese Motivation für eine Aufnahme privaten, externen Kapitals scheint zumindest im Hinblick auf die Betrachtung von Schuldscheindarlehen höchst fraglich, da davon auszugehen ist, dass durch die hohen Bonitätsanforderungen der Kapitalgeber auch eine Bereitstellung von Krediten von Seiten der Banken möglich wäre. Somit kann eine finanzielle Schiefelage als Auslöser für eine Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital vermutlich abgelehnt werden.

Eine weitere Untersuchung zeigt, welche weiteren nicht-monetären Ziele bei der Finanzierungsentscheidung von Familienunternehmen in den Vordergrund treten können. So soll durch die Hereinnahme von privatem Beteiligungskapital meist die Unabhängigkeit des Unternehmens sichergestellt werden: Diese soll zum einen gegenüber Banken erreicht werden. Zum anderen wird Private Equity

---

406 Vgl. Achleitner/Schraml/Tappeiner (2008), S. 21.

als Möglichkeit gesehen, das Unternehmen mittelfristig wieder vollständig in Familienhand zu halten, wenn ein Gesellschafter temporär durch einen Finanzinvestor abgelöst wird. Zudem wird Private Equity oftmals als Vehikel der Wertsteigerung gesehen, welches die Kontinuität des Unternehmens sicherstellt. Auch im Zuge einer geregelten Nachfolge, verbunden mit einer Rückkauf-Garantie, entschließen sich Familienunternehmen oftmals zu der vorübergehenden Hereinnahme fremder Eigenkapitalinvestoren.<sup>407</sup> Warum in diesen Fällen jedoch die Entscheidung für Private Equity gefallen ist und nicht für die – vermeintlich – familienunternehmensfreundlichere Alternative privat platziertes Fremdkapital, ist nicht untersucht worden. Es kann vermutet werden, dass Private Equity insbesondere für solche Familienunternehmen infrage kommt, deren wirtschaftliche Stärke und Finanzkraft nicht ausreichend ist. Im Umkehrschluss scheint somit privat platziertes Fremdkapital eher für Unternehmen geeignet, welche eine externe Beteiligung entweder strikt ablehnen oder sich in einer wirtschaftlichen Lage befinden, in welcher weder eine zusätzliche Eigenkapitalausstattung noch ein externer Gesellschafter mit operativen Mitspracherechten benötigt wird.

Hinsichtlich der Finanzierung mit Private Equity zeigen Familienunternehmen oftmals die Furcht vor einem Kontrollverlust über das Unternehmen, sowie dem im Grunde zu Familienunternehmen widersprüchlichen Geschäftsmodell von Private-Equity-Investoren, welche eine auf kurzfristige Erträge ausgerichtete Strategie verfolgen.<sup>408</sup> Dies resultiert oftmals in einer Blockade durch die Gesellschafter, wodurch Informationsasymmetrien zwischen Familienunternehmen und Kapitalgeber aufgebaut werden. In der Konsequenz hängt der Erfolg einer Private-Equity-Finanzierung entscheidend von der Bereitschaft der Gesellschafter ab, sich zu öffnen.<sup>409</sup> Trotz verschiedener Bedenken wird privates Beteiligungskapital vereinzelt aufgenommen, woraus geschlossen werden kann, dass unter gewissen Umständen Unternehmens- bzw. Familienziele zwar relevant sind, aber kein Ausschlusskriterium darstellen. Dennoch zeigt sich, dass Gesellschafterfamilien auch während eines Private-Equity-Investments zumeist nicht wesentlich von ihren Zielvorstellungen abrücken. So weisen Familienunternehmen mit einem Private-Equity-Investor in der Minderheitsbeteiligung schlechtere Wachstumsraten auf als ihre Pendanten ohne Familieneinfluss. Dies lässt sich damit erklären, dass es Managern von Private-Equity-Gesellschaften schwerer fällt, Einfluss auf die Führungskultur zu nehmen und eine ihrem Geschäftsmodell entsprechende aggressive Wachstumspolitik zu verfolgen, wenn ein Unternehmen von einer Familie dominiert wird, deren Hauptaugenmerk auf

---

407 Vgl. Prym (2011).

408 Vgl. Achleitner/Schraml/Tappeiner (2008), S. 25; Lange/Henkelmann (2005), S. 6.

409 Vgl. Howorth/Westhead/Wright (2004), S. 513, S. 519–526.

dem gesicherten Fortbestand des Unternehmens ruht.<sup>410</sup> Im Umkehrschluss verdeutlicht dieses Ergebnis den starken Einfluss, welchen eine Familie auf ein Unternehmen ausübt. Aus diesen Beobachtungen lässt sich folgern, dass dem Willen der Gesellschafter im Rahmen einer Finanzierung große Bedeutung zukommt.

#### 4.4.3 Zwischenfazit: Bisherige Erkenntnisse und Vorüberlegungen zur empirischen Untersuchung

Wie in den vorangegangenen Kapiteln aufgezeigt, lässt sich eine geringe wissenschaftliche Durchdringung der Finanzierung von Familienunternehmen mit privat platziertem Fremdkapital festhalten. Zwar liefern Forschungsarbeiten über Familienunternehmen im Allgemeinen sowie deren Finanzierung mit Private Equity oder börsennotiertem Fremdkapital ein ungefähres Bild von den Finanzierungscharakteristika dieser Unternehmensart, jedoch lassen diese bestenfalls Vermutungen über Rückschlüsse aus der Nutzung von privat platzierten Fremdkapitaltiteln zu. Diese sollen nun unter Berücksichtigung bisheriger Erkenntnisse der Forschungsarbeit ausformuliert sowie Leitfragen als Orientierung für die in Kapitel 5 und 6 folgende empirische Untersuchung entwickelt werden.

Als Ausgangspunkt dieser Vorüberlegungen und Fragestellungen steht die in Abschnitt 1.1 formulierte Forschungsfrage:

Wie stellt sich die Finanzierung von privat platziertem Fremdkapital für Familienunternehmen dar und welche Finanzierungscharakteristika von Familienunternehmen lassen sich daraus ableiten?

Wie in Abschnitt 1.1 ausgeführt, ist zur Beantwortung der Forschungsfrage eine umfassende Betrachtung der Finanzierung von privat platziertem Fremdkapital notwendig. Diese beinhaltet neben dem Finanzierungsrahmen, in welchem Familienunternehmen sich bewegen, eine Abdeckung des gesamten Finanzierungsprozesses. Für die Einbettung in den Kontext der Unternehmensfinanzierung ist ein Vergleich mit weiteren Finanzierungsmöglichkeiten von Vorteil. Dabei lassen sich für die zu untersuchenden Teilaspekte der Finanzierung folgende Vermutungen anstellen:

---

410 Vgl. Rottke (2014), S. 47; Martí/Menéndez-Requejo/Rottke (2013), S. 428–429.

*Welche Anforderungen stellen Familienunternehmen an ihre Finanzierung im Allgemeinen?*

Es ist zu erwarten, dass sich die Anforderungen von Familienunternehmen an ihre Finanzierung aus ihren besonderen Eigenschaften ergeben. So kann vermutet werden, dass Familienunternehmen langfristige Finanzierungslösungen anstreben, bei welcher zu keiner Zeit die Kontrolle über das eigene Unternehmen verlorengelht oder das Unternehmen durch eine einzelne Kapitalaufnahme gefährdet werden könnte. Darüber hinaus werden solche Finanzierungsinstrumente gewählt, mit welchen weitgehend Verschwiegenheit über Unternehmensinterna gewahrt werden kann. Neben Anforderungen aus den identitätsstiftenden Eigenschaften von Familienunternehmen treten Wirtschaftlichkeitsüberlegungen. So ist zu erwarten, dass Familienunternehmen großes Augenmerk auf möglichst kostengünstige Finanzierungslösungen legen, damit zum einen das Bestehen im Wettbewerb mit Konkurrenzunternehmen, aber auch das familieneigene Vermögen und der Fortbestand des Unternehmens nicht gefährdet werden.

*Was ist die Motivation für die Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital?*

Es ist zu vermuten, dass Familienunternehmen häufig mit der Nutzung privat platzierter Fremdkapitaltitel das Ziel anstreben, ihre Gläubigerbasis zu diversifizieren, um eine Unabhängigkeit von Banken zu erreichen bzw. um die Abhängigkeit von Banken zu verringern, und dass dieser Trend aufgrund einer restriktiver werdenden Kreditvergabe verstärkt wird. Darüber hinaus lässt sich mit dieser Finanzierungsmöglichkeit eine gewisse Verschwiegenheit in der Außendarstellung erhalten. In einigen Fällen jedoch ist die Nutzung des privaten Kapitalmarktes als ein erster Schritt an den öffentlichen Kapitalmarkt gedacht, um das Investoreninteresse und die eigene Reputation abzuschätzen. Die Wahl zwischen Schuldscheindarlehen und privat platzierten Unternehmensanleihen basiert zumeist auf Bonitätsbetrachtungen, wobei bonitätsstärkere Familienunternehmen tendenziell Schuldscheindarlehen nutzen und weniger kreditwürdige Familienunternehmen eher Anleihen einsetzen. Gerade die privat platzierte Unternehmensanleihe kann somit auch von solchen Unternehmen emittiert werden, welche finanziellen Engpässen ausgesetzt sind, weil bspw. die Hausbank keine weiteren Kredite zur Verfügung stellt oder weitreichende Mitspracherechte als Voraussetzung für weitere Liquiditätsschübe einfordert.

*Welchen Einfluss übt die Familie bei der Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital aus?*

Aufgrund der Eigentümerstellung ist davon auszugehen, dass die Familie signifikanten Einfluss bei der Entscheidung für ein privat platziertes Finanzierungsinstrument ausübt. Gerade auch, wenn die Geschäftsführer- und/oder

Finanzvorstandsposition von einem Familienmitglied besetzt ist, wird der Einfluss sehr hoch sein. Wenn diese Positionen jedoch von familienfremden Managern besetzt sind, so ist zu vermuten, dass die Familie einen geringeren Einfluss ausübt, jedoch die Entscheidung für eine derartige Kapitalmaßnahme bestätigt. Insbesondere bei einem familienfremden Manager, der bereits Erfahrung mit derlei Finanzierungsinstrumenten besitzt, kann sich der Einfluss der Familie bei entsprechendem Vertrauensverhältnis stark reduzieren.

*Was sind die Voraussetzungen für eine erfolgreiche Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital?*

Es ist zu vermuten, dass ein solides Geschäftsmodell die Grundlage für eine erfolgreiche Platzierung darstellt, da auf diese Weise die Bereitschaft der Investoren, Kapital bereitzustellen, gegeben ist. Auch der Bonität wird entscheidende Bedeutung zukommen. Hier ist jedoch anzunehmen, dass Investoren für Schuldscheindarlehen eine höhere Bonität (Investment Grade) einfordern, als dies bei privat platzierten Anleihen der Fall sein wird. Das Vorliegen eines Ratings ist zwar als sehr vorteilhaft anzunehmen, jedoch nicht das Ausschlusskriterium für das Zustandekommen einer Finanzierung. Auf Seiten der Gesellschafter sollten sicherlich die Bereitschaft und die geschlossene Unterstützung für eine solche Finanzierung herrschen, da diese im Zusammenhang mit den Investorengesprächen als entscheidender Faktor angesehen werden. Zudem ist anzunehmen, dass das Familienunternehmen bereits über ein professionelles Berichts- und Verwaltungswesen verfügen muss, um den Anforderungen der Investoren hinsichtlich Rechnungslegung und Unternehmensinformationen Rechnung zu tragen.

*Was sind die Herausforderungen einer Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital?*

Herausforderungen scheinen die Einhaltung der Covenants zu sein, sowie der Umgang mit den aggressiver auftretenden Investoren im Vergleich zu den Hausbanken im Falle einer Schieflage des Unternehmens. Zudem erscheint insbesondere vor dem Hintergrund, dass vielen mittelständischen Familienunternehmen ein mangelhaftes Reporting nachgesagt wird, die Einrichtung eines umfassenden, professionellen Controllings und Rechnungswesens als Herausforderung.<sup>411</sup> Auch der Zusammenhalt innerhalb der Familie kann geprüft werden, da das Unternehmen einen neuen Weg der Finanzierung einschlägt. Eine weitere Herausforderung scheint das rechtzeitige Beschäftigen mit der Anschlussfinanzierung, da privat platziertes Fremdkapital i. d. R. endfällig

---

411 Vgl. hierzu auch Achleitner et al. (2011), S. 90–92.

ist und somit der gesamte aufgenommene Betrag im Normalfall zu einem bestimmten Zeitpunkt refinanziert werden muss.

*Welche Problemstellungen gibt es bei der Wahl des konkreten Finanzierungsinstruments?*

Die Wahl des Finanzierungsinstruments erscheint, wie zuvor aufgezeigt, eng verbunden mit der Bonität, welche das Familienunternehmen aufweisen kann. Es ist anzunehmen, dass bei schlechterer Bonität die privat platzierte Anleihe und bei höherer Kreditwürdigkeit das Schuldscheindarlehen gewählt wird. Jedoch fließt hier auch die Motivation bzw. der Blick in die Zukunft ein. Wird in Zukunft ein Börsengang auf Eigen- oder Fremdkapitalseite angestrebt, beeinflusst dies vermutlich die Finanzierungsentscheidung. Zudem werden sich Fragen nach der Kompetenz des Arrangeurs und der Entscheidung zwischen einer Eigen- oder Fremdemission ergeben. Des Weiteren ist unternehmensseitig zu untersuchen, ob überhaupt die Voraussetzungen für ein bestimmtes Finanzierungsinstrument bestehen.

*Was sind die Folgen einer Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital?*

Eine der direkten Folgen wird eine voranschreitende Professionalisierung des Familienunternehmens – sowohl in der Außendarstellung als auch der Unternehmensführung – sein. So ist zum einen eine professionellere Unternehmenskommunikation, bedingt durch verstärkte Informationsweitergaben, sowie eine Erhöhung des Niveaus von Rechnungswesen und Controlling durch stringendere Berichtsanforderungen von Investorensseite zu erwarten. Dieser Prozess kann einhergehen mit einer erhöhten Transparenz des Unternehmens, welche sowohl nach innen, im Sinne einer besseren Mitarbeiterinformation, als auch nach außen gerichtet ist.

*Welche Finanzierungstheorien treffen auf die Finanzierung von Familienunternehmen zu?*

Von den vorgestellten Finanzierungstheorien scheint die Pecking-Order-Theorie das Finanzierungsverhalten von Familienunternehmen oftmals recht gut zu erklären, da diese die Abneigung gegen externes und damit familienfremdes Eigenkapital in die Überlegungen einbezieht und somit den Wunsch nach Kontrollerhalt und Verschwiegenheit berücksichtigt. Zudem ist anzunehmen, dass in den meisten Familienunternehmen eine Vorstellung hinsichtlich des Zielverschuldungsgrades herrscht, sodass die Statische Trade-Off-Theorie im Ansatz Anwendung finden kann. Jedoch ist zu vermuten, dass die struktur- und identitätsstiftenden Eigenschaften von Familienunternehmen einen entscheidenden Einfluss ausüben und die Finanzierungstheorien zur Erklärung der Finanzierungseigenschaften von Familienunternehmen ergänzen. Dieser Faktor

scheint nicht unerheblich zur Erklärung der Hintergründe des Einsatzes unterschiedlicher Finanzierungsinstrumente.



---

## 5 Empirische Untersuchung

Das Ziel des Kapitels besteht in der Darstellung des Aufbaus und der Durchführung der empirischen Untersuchung. So soll vor der Präsentation der Ergebnisse der Forschungsweg skizziert und fundiert werden, denn »[s]eriös durchgeführte Studien bedürfen einer Begründung der gewählten Vorgehensweise«.<sup>412</sup> Entscheidende Bedeutung kommt der Wahl eines qualitativen oder eines quantitativen Forschungsgangs sowie der Entscheidung zwischen einem induktiven oder deduktiven Vorgehen zu. Auf diese Entscheidungen wird in Kapitel 5.1 und 5.2 eingegangen. Als Forschungsansatz sind Fallstudien gewählt worden, welche in Kapitel 5.3 näher erläutert werden. In den anschließenden Abschnitten erfolgt für die weitere Sicherstellung der Solidität zudem eine Darlegung und Begründung der Vorgehensweise bei der Datenerhebung, der -auswertung, sowie der Qualitätssicherung.

### 5.1 Qualitative vs. quantitative Forschung

Zu Beginn der empirischen Untersuchung steht die Entscheidung, welche Richtung das Forschungsverfahren einschlagen soll, d. h. die Frage ob die Studie sich grundsätzlich quantitativer oder qualitativer Methoden bedient.

Für die quantitative Forschung ist die Unabhängigkeit des Forschers zentral. Die Realität wird als objektiv gegeben angenommen, sowie als mit standardisierten Verfahren auswertbar. Die Daten zur Auswertung liegen in strukturierter Form vor, sodass sie auch in großer Zahl statistisch auswertbar sind. In der Folge werden Informationen, welche nicht in die vorab festgelegten Schemata passen, nicht erfasst. Zudem wird darauf geachtet, dass die Bedingungen, unter welchen die untersuchten Zusammenhänge untersucht werden, bestmöglich kontrolliert und konstant gehalten werden, um die Gültigkeit der Ergebnisse möglichst eindeutig zu bestimmen. Somit ergibt sich eine recht geringe Flexibilität

---

412 Froschauer/Lueger (2003), S. 13.

quantitativer Methoden. Charakteristisch für quantitative Methoden sind die Voranstellung von Theorien und Hypothesen, welche im Verlauf des Forschungsprozesses überprüft werden.<sup>413</sup>

Statt, wie die quantitative Forschung, Hypothesen zu prüfen, sind qualitative Methoden oftmals auf die Entwicklung von Hypothesen ausgerichtet.<sup>414</sup> Qualitative Forschung bietet sich dann an, wenn ein bisher wenig erschlossenes Forschungsgebiet mit komplexen Strukturen untersucht werden soll. Sie zeichnet sich durch eine höhere Offenheit aus als die standardisierten, auf statistischen Auswertungen basierenden, quantitativen Verfahren. Hier ist der Forscher ein Instrument der Datenerhebung und seine subjektive Wahrnehmung fließt in die Ergebnisse ein.<sup>415</sup> So wird der Forschungsgegenstand bei qualitativer Forschung mittels Interpretation erschlossen werden, da er i. d. R. nicht offen vorliegt.<sup>416</sup> Qualitative Forschung eignet sich bspw. dann, wenn es darum geht zu verstehen, warum bestimmte Handlungsweisen auftreten, welche Dynamik diese auslösen und wie sie auf ein soziales Gefüge (rück-)wirken.<sup>417</sup> Forscher, die sich qualitativer Methoden bedienen, sind dazu angehalten, ihren Forschungsprozess zu reflektieren und bei Bedarf anzupassen. Daraus ergibt sich eine recht hohe Flexibilität qualitativer Forschung.<sup>418</sup> Als Ergebnis der Gegenüberstellung der beiden Forschungsrichtungen ist die qualitative Forschung für die – wissenschaftlich bisher stiefmütterlich betrachtete – Finanzierung von Familienunternehmen mit privat platziertem Fremdkapital vorzuziehen. Hier erscheint aufgrund des fehlenden Vorliegens einer umfassenden, auf diese Thematik abgestellten Theorie, der geringen Datenverfügbarkeit und hohen Komplexität des Forschungsgegenstandes der Einsatz qualitativer Methoden vorteilhaft. Zudem wird sich dadurch ein tieferer und gehaltreicherer Einblick in die Thematik versprochen.

## 5.2 Induktiver Untersuchungsansatz

Hinsichtlich des Untersuchungsansatzes lassen sich die induktive und die deduktive Vorgehensweise unterscheiden. Bei der Induktion werden vom Besonderen ausgehend, bspw. einer Beobachtung, erklärende Prinzipien, wie z. B. Theorien oder Hypothesen, entwickelt. Dagegen ist das Vorgehen bei der De-

413 Vgl. Flick/von Kardorff/Steinke (2009), S. 24–25; Atteslander (2003), S. 83.

414 Vgl. Lamnek (2010), S. 20.

415 Vgl. Froschauer/Lueger (2003), S. 17.

416 Vgl. Mayring (2002), S. 22.

417 Vgl. Froschauer/Lueger (2003), S. 17.

418 Vgl. Lamnek (2010), S. 22–24; Flick/von Kardorff/Steinke (2009), S. 24–25; Strauss/Corbin (1998), S. 10–11.

duktion umgekehrt. Hier steht das Allgemeine, i. d. R. in Form einer Theorie oder von Hypothesen, zu Beginn der Untersuchung, welche im Verlauf überprüft bzw. widerlegt werden (siehe Abbildung 18).<sup>419</sup>

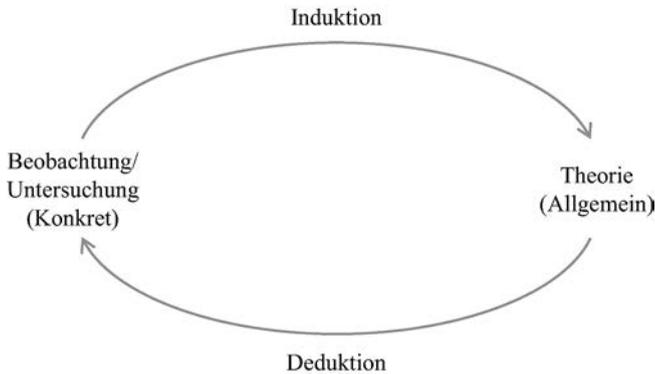


Abbildung 18: Induktiver und deduktiver Untersuchungsansatz [Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Lamnek (2010), S. 223]

Im Vergleich der beiden Ansätze gilt der Deduktionsschluss als tautologisch, d. h. es wird kein neues Wissen generiert. Jedoch sind Deduktionen wahrheitsübertragend: Sind die verwendeten Regeln valide, so ist auch das Ergebnis des Regeleinsatzes valide.<sup>420</sup> Induktivem Vorgehen dagegen wird zwar häufig vorgeworfen, dass es mit einer gewissen Unsicherheit behaftet ist, jedoch führt dieses zu neuem Wissen.<sup>421</sup> Mangels bestehender umfassender Untersuchungen ist der vorliegende Forschungsaufbau so zu gestalten, dass neue Erkenntnisse gewonnen werden. Damit kann am Ende der Untersuchung nur die Generierung von Hypothesen stehen, wodurch einem induktiven Ansatz zu folgen ist.

Mit dieser gewählten Methodik ist auch der explorative Charakter der Forschungsarbeit festgelegt, da explorative Untersuchungen

»versuchen, generelle Sätze als Hypothesen zu formulieren, die dann in nachfolgenden Studien auf ihre Gültigkeit hin überprüft werden (können). Sie sollten dabei reflektieren, wie eine solche Überprüfung vorgenommen werden könnte (z. B. [durch] Formulierung empirisch testbarer Hypothesen).«<sup>422</sup>

419 Vgl. Lamnek (2010), S. 222–223.

420 Vgl. Reichertz (2009), S. 279.

421 Vgl. Bortz/Döring (2006), S. 300. Um der Unsicherheit entgegenzutreten, ist auf die Einhaltung von Gütekriterien qualitativer Forschung zu achten, siehe hierzu Abschnitt 5.3.3. Siehe für eine umfassende Darstellung Steinke (2009).

422 Mayring (2007), S. 4.

Somit sind auch die in der Forschungsarbeit gebildeten Hypothesen als Anknüpfungspunkte für weitere Untersuchungen zu sehen.

### 5.3 Fallstudien als Forschungsmethode

Als Forschungsansatz in der vorliegenden Forschungsarbeit wurden Fallstudien gewählt. Fallstudien haben das Ziel der Ergründung neuen Wissens, der Entwicklung von Erklärungsmodellen und der Hypothesenformulierung.<sup>423</sup> Als Vorteil der Fallstudie gegenüber anderen Forschungsansätzen gilt eine besondere Realitätsnähe, da das Untersuchungsobjekt umfassend betrachtet wird, während bei rein quantitativen Methoden häufig eine Reduktion auf wenige Variable erfolgt. Aus dieser intensiven Betrachtung geht zudem die Möglichkeit der Rekonstruktion von Handlungsmustern und Ableitung von Regelmäßigkeiten hervor.<sup>424</sup> Fallstudien als Forschungsmethode eignen sich besonders, wenn das Forschungsvorhaben Fragen nach dem »Wie« und »Warum« gegenwärtiger Ereignisse stellt und wenn der Forscher keinen Einfluss auf den Untersuchungsgegenstand sowie das Verhalten der betrachteten Akteure hat.<sup>425</sup> In der vorliegenden Forschungsarbeit wird auf ebendiese Fragen nach der Art und Weise, wie sich die Finanzierung von Familienunternehmen mit privat platziertem Fremdkapital darstellt, abgestellt. Ebenso sollen Entscheidungshintergründe – also die Frage warum etwas geschehen ist – aufgedeckt werden. Zudem ist ausgeschlossen, dass der Forscher Einfluss auf die Motivation und das Verhalten der betrachteten Akteure hat. Fallstudien sind zudem besonders dann geeignet, wenn sich die Forschung eines bestimmten Bereichs in einer frühen Phase befindet oder wenn neue Perspektiven in ein bereits erforschtes Gebiet eingebracht werden sollen.<sup>426</sup> Da, wie zuvor beschrieben, bisher wenige Untersuchungen über die in der Forschungsarbeit behandelte Thematik identifiziert werden konnten, lässt sich somit eine hohe Eignung der Fallstudienmethodik für die vorliegende qualitativ-induktive Untersuchung festhalten.

Yin (2014) erachtet Fallstudien als eigenständige Forschungsmethode, welche die Gestaltungslogik, Datensammlungstechniken und spezifischen Ansätze zur Datenanalyse umfassen.<sup>427</sup> Demnach kann die Fallstudie wie folgt definiert werden:

---

423 Vgl. Borchardt/Göthlich (2007), S. 46.

424 Vgl. Lamnek (2010), S. 284–285.

425 Vgl. Yin (2014), S. 9–11.

426 Vgl. Eisenhardt (1989b), S. 548.

427 Vgl. Yin (2014), S. 17.

»A case study is an empirical inquiry that

- investigates a contemporary phenomenon (»the case«) in depth and within its real-world context, especially when
- the boundaries between phenomenon and context are not clearly evident. [...]

A case study inquiry

- copes with the technically distinctive situation in which there will be many more variables of interest than data points, and as one result
- relies on multiple sources of evidence, with data needing to converge in a triangulating fashion, and as another result
- benefits from the prior development of theoretical propositions to guide data collection and analysis.«<sup>428</sup>

Wie die obenstehende Definition zeigt, lässt die Fallstudienmethodik theoretische Vorüberlegungen zum Untersuchungsgegenstand zu, an welchen sich die Datenerhebung und -analyse orientiert. Dieser Möglichkeit wurde bereits in Kapitel 4.4 mit der Generierung von Vermutungen über die Finanzierung von Familienunternehmen mit privat platziertem Fremdkapital nachgekommen. Ebenso wird in der Definition ein Merkmal der Fallstudienmethode angeführt: die Triangulation.<sup>429</sup> Unter Triangulation wird die Kombination unterschiedlicher Datenquellen verstanden – mit dem Ziel einer glaubhafteren Darstellung der Forschungsergebnisse. Mit der Aufnahme weiterer Daten und der damit verbundenen Eröffnung einer weiteren Perspektive kann eine kritische Auseinandersetzung mit den Erkenntnissen aus anderen Quellen stattfinden. Damit ist es möglich, die Ergebnisse zu vergleichen sowie auf Objektivität und Robustheit zu überprüfen. Letztlich führt die Triangulation zu einer Erhöhung der Forschungsqualität.<sup>430</sup> In der vorliegenden Forschungsarbeit findet die Triangulation durch Generierung von Primärdaten, als Ergebnis von Experteninterviews mit bis zu drei Vertretern der Fallstudienunternehmen und der Hinzu-nahme von Sekundärdaten statt (siehe Abschnitt 5.3.1).

Traditionell besteht vielfach eine gewisse Voreingenommenheit gegenüber Fallstudien. So wird häufig ein Mangel an methodologischer Stringenz (*rigor*), eine fehlende Möglichkeit der Generalisierbarkeit oder eine mit zu hohem Zeit- und Arbeitsaufwand verbundene Durchführung beanstandet. Viele dieser Vorurteile lassen sich auf eine geringe Anzahl an Veröffentlichungen in der Vergangenheit, welche durchgehende Leitfäden für ein korrektes Vorgehen bei der Fallstudienerstellung liefern, zurückführen.<sup>431</sup> Zwischenzeitlich liegen jedoch

---

428 Yin (2014), S. 16–17.

429 Vgl. Zaugg (2005), S. 13.

430 Vgl. Hair/Wolfinbarger Celsi/Money (2011), S. 289; Lamnek (2010), S. 141–143; Mayring (2002), S. 147–148; Eisenhardt (1989b), S. 538.

431 Vgl. Yin (2014), S. 19–21.

verschiedene Publikationen vor, welche die Basis für ein methodisches Vorgehen liefern.<sup>432</sup> Zudem nennt Yin (2014) Gütekriterien, welche bei der Gestaltung von Fallstudien in den Vordergrund rücken und eine Bewertung der Fallstudiengüte ermöglichen: Reliabilität und Validität.<sup>433</sup> Die Reliabilität eines Fallstudienkonstrukts ist dann gegeben, wenn ein Forscher, welcher die Fallstudie zu einem späteren Zeitpunkt mit der gleichen Vorgehensweise durchführt, zu den gleichen Ergebnissen und Schlussfolgerungen gelangt. Eine Voraussetzung hierfür ist die exakte Dokumentation jedes Schrittes bei der Erstellung der Fallstudie.<sup>434</sup> Dieser wurde mit der Erstellung detaillierter Fallstudien auf Basis der Interviewtranskripte und der Dokumentation der hinzugefügten Sekundärdaten nachgekommen. Die Validität lässt sich dabei in die Konstruktvalidität und die externe Validität gliedern.<sup>435</sup> Die Validität des Konstrukts liegt vor, wenn korrekte Messgrößen für die studierten Konzepte herangezogen werden. Dies wird in der vorliegenden Forschungsarbeit dadurch erreicht, dass der Forscher einen breiten Zugang zur untersuchten Thematik geschaffen und damit ein grundlegendes Verständnis der Thematik erarbeitet hat. So wurden, nach Festlegung des Untersuchungsgegenstandes, umfassende Betrachtungen von Familienunternehmen und privat platziertem Fremdkapital durchgeführt, welche einen Überblick über die relevanten Aspekte der empirischen Untersuchung lieferten. Zudem wurde, wie zuvor aufgezeigt und von Yin (2014) vorgeschlagen, mehrere Quellen als Datenbasis herangezogen.<sup>436</sup> Die Konstruktvalidität kann außerdem durch Testen des Datenerhebungsinstruments – in der Forschungsarbeit des Interviewleitfadens – verbessert werden.<sup>437</sup> Im vorliegenden Falle wurde der Interviewleitfaden mit einer Expertin der Universität Wien für die Führung qualitativer Interviews besprochen. Darüber hinaus wurde der Leitfaden mit einem weiteren Wissenschaftler der Universität St. Gallen diskutiert. Aus diesen Gesprächen ergab sich ein geringer Abänderungsbedarf des Leitfadens, welchem nachgekommen wurde. Externe Validität liegt dann vor, wenn die Ergebnisse der Untersuchung über die speziellen Untersuchungsbedingungen und die beinhalteten Untersuchungsobjekte hinaus generalisierbar sind.<sup>438</sup> Die externe Validität wird, wie zuvor erwähnt, gemeinhin als Schwachpunkt von Fallstudien angesehen, da diese häufig als nicht ausreichend für generalisierbare

---

432 Hier sei bspw. auf Yin (2014), Lamnek (2010) und Eisenhardt (1989b) verwiesen.

433 Vgl. Yin (2014), S. 45–49.

434 Vgl. Yin (2014), S. 48–49.

435 Yin (2014) erwähnt als weiteres Gütekriterium die interne Validität. Diese ist dann gegeben, wenn sich eine Kausalität für die Ergebnisse ableiten lässt. Die interne Validität ist jedoch hauptsächlich bei kausalen Fallstudien und weniger bei deskriptiven oder explorativen Fallstudien herbeizuführen, vgl. Yin (2014), S. 47.

436 Vgl. Yin (2014), S. 46–47.

437 Vgl. Hair/Wolfinbarger Celsi/Money (2011), S. 289.

438 Vgl. Bortz/Döring (2006), S. 53.

Aussagen erachtet werden. Jedoch zielen Fallstudien nicht auf die statistische Generalisierbarkeit ab, sondern auf analytische Generalisierbarkeit, welche aus einzelnen Ergebnissen eine weitergefasste Theorie schafft.<sup>439</sup> In diesem Zusammenhang wird die Replikationslogik von Mehrfachfallstudien angeführt, welche zu einer gefestigteren Theoriebildung führt. So lässt sich die Fallstudienmethodik nicht nur auf die Untersuchung eines einzelnen Falls, sondern auch auf die vergleichende Analyse mehrerer Fallstudien anwenden. Der Vorteil der Letzteren besteht in der Möglichkeit, Erkenntnisse aus den einzelnen Fallstudien in einem Vergleich kritisch zu betrachten. So wird bei Mehrfachfallstudien ein Phänomen, welches in einem bestimmten Fall erschlossen wurde, in einem weiteren Fall untersucht. Ergeben sich hier Resultate wie im ursprünglichen Fall, so wird von eigentlicher Replikation gesprochen. Treten widersprüchliche Ergebnisse auf, welche jedoch erklärt werden können, wird dies als theoretische Replikation bezeichnet. Je häufiger solche Replikationen auftreten und je besser damit die ermittelten Ergebnisse bestätigt werden können, desto stärker ist die methodische Fundierung der Erkenntnisse.<sup>440</sup> Aus diesem Grund gelten Mehrfachfallstudien auch als robuster, kompletter und mit einer höheren Überzeugungskraft verbunden als Einzelfallstudien.<sup>441</sup> Das Konzept der Mehrfachfallstudien wird auch in der vorliegenden Arbeit genutzt, um den Vorteilen dieser Forschungsstrategie Rechnung zu tragen. Es wird davon ausgegangen, dass damit ein umfangreicheres Bild der Finanzierung von Familienunternehmen mit privat platziertem Fremdkapital entwickelt werden kann. Die Möglichkeiten der Abdeckung mehrerer Fallbeispiele können zu einer verbesserten und robusteren Ableitung von Handlungsmustern und Kausalitäten führen. Zudem lässt sich eine Vergleichbarkeit verschiedener Familienunternehmen nur auf diesem Wege erreichen. Außerdem können auf diese Weise auch Besonderheiten eines bestimmten Familienunternehmens eindeutiger herausgearbeitet werden.

Der Ablauf einer Mehrfachfallstudie gestaltet sich so, dass zunächst die Daten der Einzelfälle erhoben werden.<sup>442</sup> Hierzu werden in der Forschungsarbeit, wie zuvor erwähnt, die Postskripte der Interviews sowie Sekundärdaten herangezogen und anschließend Fallstudien zu jedem der untersuchten Unternehmen erstellt. Vor dem Hintergrund der Forschungsfragen erfolgt dabei eine Hervorhebung entscheidender Abschnitte und Kernaussagen der einzelnen Fallstudien (*within-case analysis*). Anschließend erfolgt im Rahmen eines fallübergreifenden Vergleichs (*cross-case analysis*) zunächst die Überprüfung und

---

439 Vgl. Yin (2014), S. 48.

440 Vgl. Yin (2014), S. 57.

441 Vgl. Miles/Huberman (1994), S. 29; Eisenhardt (1989b), S. 541.

442 Vgl. hierzu im folgenden Borchardt/Göthlich (2007), S. 43. Das Vorgehen bei der Analyse und Auswertung der Fallstudien sowie der anschließenden Hypothesenbildung orientiert sich zudem an der Vorgehensweise von Eisenhardt (1989b).

Ausarbeitung von Mustern, welche sich über die verschiedenen Fälle verdichten. Dieses Vorgehen wird auch als *pattern-matching* bezeichnet. Dabei soll nicht nur auf den gemeinsamen Kern von Ergebnissen abgestellt werden, sondern es sollen ebenfalls differente Ausprägungen bzw. Resultate aufgezeigt und analysiert werden. Mit diesem Vorgehen, über die Untersuchung der Einzelfälle bis hin zur fallübergreifenden Analyse soll zunächst die Vertrautheit mit dem einzelnen Fall erreicht und somit sollen die individuellen Besonderheiten extrahiert werden, bevor generelle Folgerungen über die Fälle hinweg entnommen werden. Insbesondere auch im Hinblick auf das Ziel der empirischen Untersuchung, der Generierung von Hypothesen und Theorien, stellt dieses Vorgehen eine erhöhte Robustheit sicher.<sup>443</sup> Somit werden zuletzt aus den fallübergreifenden Analysen Hypothesen zum Untersuchungsgegenstand generiert und eine Theorie zu der Finanzierung von Familienunternehmen wird entwickelt.

Bevor der fallübergreifende Vergleich und die Generierung von Hypothesen jedoch erfolgen können, müssen die Daten zunächst erhoben und ausgewertet werden. Dabei können sich Fallstudien verschiedener Techniken bedienen. Hier bieten sich die Datenerhebung auf Basis von Interviews und die Datenauswertung mittels qualitativer Inhaltsanalyse an.<sup>444</sup> Ebendiese, in der Forschungsarbeit gewählte Vorgehensweise wird in den nachfolgenden Abschnitten erläutert.

### 5.3.1 Datenerhebung

Als Datenbasis für die Fallstudien wurden zum einen neue Daten (*Primärdaten*) mithilfe von Experteninterviews erhoben und zum anderen wurde auf bereits bestehendes Datenmaterial (*Sekundärdaten*) zurückgegriffen.<sup>445</sup>

#### 5.3.1.1 Primärdaten

Als Primärdaten wurden Experteninterviews mit finanzpolitischen Entscheidungsträgern von Familienunternehmen, in Form von teilstandardisierten bzw. leitfadengestützten Interviews, herangezogen.

Bei einem Experteninterview liegt der Fokus nicht auf der befragten Person selbst, sondern auf deren Einsichten, Deutungen und Erklärungen des Forschungsgegenstandes.<sup>446</sup> Die Qualifikation eines Interviewpartners resultiert aus seiner verantwortungsvollen Rolle im Unternehmen, welche besondere Einbli-

---

443 Vgl. Eisenhardt (1989b), S. 540–541.

444 Vgl. Borchardt/Göthlich (2007), S. 37, 42.

445 Vgl. hierzu auch Kaya (2007), S. 49–51.

446 Vgl. Gläser/Laudel (2009), S. 12; Borchardt/Göthlich (2007), S. 38.

cke in die Forschungsthematik ermöglicht. Hierzu schreiben Borchardt/Göthlich (2007):

»Die Funktion des Experten, die zumeist in einer verantwortungsvollen Position und einem privilegierten Zugang zu Informationen über [...] Organisationsabläufe und Entscheidungsprozesse gekoppelt ist, ermöglicht den Einblick in Fach- bzw. Hintergrundwissen sowie in die speziellen Erfahrungen, die der Experte in seinem Handlungsfeld gemacht hat.«<sup>447</sup>

Durch die Nutzung dieses besonderen Wissens von ausgewiesenen Insidern werden ausgiebige und authentische Einblicke in die jeweiligen Familienunternehmen erwartet.

Für die Durchführung der Gespräche bieten sich leitfadengestützte Interviews an. Zum einen kann ein Experte im Regelfall sein Wissen und seine Erfahrungen nicht einfach abspulen und zum anderen steht bei einem Experteninterview ein bestimmter Kontext im Mittelpunkt, welcher nicht aus den Augen verloren werden sollte.<sup>448</sup> So besteht der Vorteil des Leitfadeninterviews gegenüber völlig offenen Interviews in der Möglichkeit, den Interviewpartnern eine Struktur vorzugeben, wodurch eine Vergleichbarkeit der Ergebnisse unterschiedlicher Interviews ermöglicht wird. Dabei ist es jedoch aufgrund der relativ offenen Gestaltung möglich, aus der Interviewsituation heraus spontan auf Fragen und Themen einzugehen, welche bei der Erstellung des Leitfadens nicht eingeplant, jedoch für die Auswertung von Nutzen sein können.<sup>449</sup> In einem Leitfadeninterview tritt der Interviewer nicht ohne theoretisches Vorwissen an die Gesprächspartner heran, da er aufgrund der Problemzentrierung dieses Interviewtyps i. d. R. die Problemstellung vorab analysiert. Somit ist ein problemzentriertes Interview bzw. Leitfadeninterview ein Ansatz, um »den Gegensatz zwischen Theoriegeleitetheit und Offenheit aufzuheben«<sup>450</sup>. In der vorliegenden Forschungsarbeit erfolgte dies zum einen durch die intensive Beschäftigung mit der Finanzierungsform privat platziertes Fremdkapital und den untersuchten Unternehmen. Zum anderen fanden vorab der Gespräche intensive Recherchen über die jeweiligen Interviewpartner statt. Darüber wur-

---

447 Borchardt/Göthlich (2007), S. 38–39.

448 Vgl. Meuser/Nagel (2009), S. 472–473.

449 Vgl. Bortz/Döring (2006), S. 314; Lamnek (2010), S. 332–335.

450 Wrona (2005), S. 25. Das Prinzip der Offenheit qualitativer Forschung besagt ohnehin nicht, dass hinsichtlich der Theorieebene ausschließlich auf Basis ex ante entwickelte Forschungshypothesen Zusammenhänge beschrieben und überprüft werden sollen. So sollen auch im Untersuchungsablauf neu entstandene Aspekte hinzugezogen werden. Theoretische Offenheit bedeutet hierbei nicht, völlig frei von Theorie vorzugehen. Stattdessen wird von einem theoretischen Vorverständnis ausgegangen, welches in die Datenerhebung einfließt, vgl. Wrona (2005), S. 7.

den theoretische Vorüberlegungen vor der empirischen Untersuchung durchgeführt.

Aufgrund der Vorgabe eines Fragengerüsts in einem Leitfadeninterview kommt der Erstellung des Interviewleitfadens im Forschungsgang eine entscheidende Bedeutung zu. So sollte nicht nur ein Rahmen für eine ertragreiche Datenerhebung vorgegeben werden. Dieser sollte vielmehr auch im Hinblick auf die Auswertung so konzipiert sein, dass die Forschungsfragen inkludiert werden. Aus diesem Grund sind die Schwerpunkte des Leitfadens so konzipiert worden, dass sie Vorformulierungen der Kategorien darstellen, welche in die Auswertung einbezogen werden.<sup>451</sup>

### 5.3.1.2 Sekundärdaten

Die Daten aus den Interviews wurden um weitere Informationen über die Fallstudienpartner ergänzt. Zum einen wurden hierzu unternehmensinterne Quellen, wie Imagebroschüren oder Veröffentlichungen auf den jeweiligen Unternehmenshomepages, genutzt. Zum anderen wurden auch externe Datenquellen, wie öffentlich zugängliche Presseberichte verwendet. Ebenso wurden Informationen aus dem Bundesanzeiger für nähere Details zu den jeweils von den Familienunternehmen genutzten Finanzierungsinstrumenten, sowie für Analysen der Bonität und der Diversifizierung der Finanzierung, herangezogen. Mit dieser Vorgehensweise wurde ein gehaltvollerer Einblick in die Familienunternehmen, deren Wirkweisen sowie auch zu den Interviewpartnern selbst angestrebt. Ebenso konnten damit die Interviews durch Rückgriffe auf Aussagen gegenüber dritten Personen oder bestimmten Handlungen angereichert werden. Mit der umfassenden Aufnahme von Sekundärdaten konnte letztlich eine Daten-Triangulation erreicht werden, welche als wichtiges Qualitätsmerkmal qualitativer Forschung gilt.<sup>452</sup>

### 5.3.1.3 Auswahl der Fallstudienpartner

Qualitative Studien erfordern bei der Fallauswahl kein Vorgehen nach formalen Vorschriften, wie das Ziehen von Stichproben in quantitativen Untersuchungen. Die Fälle sollten vielmehr so ausgewählt werden, dass eine Beantwortung der Forschungsfrage(n) möglich ist. Eine Voraussetzung hierfür besteht darin, dass zentrale Variable variieren, da eine vergleichende Bewertung der Fälle, welche aufgrund einer solchen Variation gangbar ist, die Robustheit einer Untersuchung maßgeblich steigert. Dagegen sollen andere Variablen konstant gehalten

---

451 Vgl. Meuser/Nagel (1991), S. 454.

452 Siehe hierzu Abschnitt 5.3.3.

werden, um auszuschließen, dass Fallunterschiede nicht durch diese ausgelöst worden sind.<sup>453</sup>

Um diesen Anforderungen zu entsprechen, wurden Familienunternehmen, welche der Definition der Forschungsarbeit entsprechen, ausgewählt. Der geografische Fokus liegt dabei auf Familienunternehmen im deutschsprachigen Raum. Dies ist schon dadurch bedingt, dass eines der untersuchten Finanzierungsinstrumente, das Schuldscheindarlehen, als typisch deutsches Finanzierungsmittel gilt und vordergründig von lokalen Unternehmen eingesetzt wird. Demnach sind auch nur solche Unternehmen als Fallstudienpartner infrage gekommen, welche eines der untersuchten Instrumente einsetzen. Nur so ist es möglich gewesen, eine umfangreiche Betrachtung des gesamten Finanzierungsprozesses zu gewährleisten. Abgesehen von diesen Einstufungsmerkmalen sind die Fälle variiert worden. So ist keine Auswahl nach geografischer Lage in Deutschland, Unternehmensgröße, Management- oder Gesellschafterstruktur oder Branche durchgeführt worden. Damit wurde verhindert, dass sich die Untersuchungen auf einen Ausschnitt der Unternehmensbandbreite fokussiert und somit die Generalisierbarkeit der Forschung eingeschränkt wird. Das Screening der untersuchten Unternehmen ist mittels Online-Recherche in der einschlägigen Fachliteratur zur Unternehmensfinanzierung sowie Presseartikeln erfolgt. Zusätzlich hat eine Durchsicht der Jahresabschlüsse von Familienunternehmen im Bundesanzeiger stattgefunden, um mögliche Fallstudienpartner zu identifizieren, welche ihre Unternehmensfinanzierung nicht in der Öffentlichkeit kommunizieren. In der Folge konnten 37 Unternehmen aufgrund ihrer Historie und der eindeutigen Identifikation als Familienunternehmen sowie des nachgewiesenen Einsatzes eines oder mehrerer der vorgestellten Finanzierungsinstrumente als potenzielle Fallstudienpartner identifiziert werden. Letztlich wurden Fallstudien mit sieben Unternehmen, welche zum einen die untersuchten privat platzierten Fremdkapitalinstrumente einzeln einsetzen und zum anderen eine Kombination aus den Instrumenten nutzen, erstellt.<sup>454</sup> Damit wird ein tieferer Einblick in die Gründe für und gegen eine Nutzung bestimmter Finanzierungsinstrumente angestrebt und letztlich eine Varianz der Fallstudienunternehmen erwartet.

Bei den Fallstudienpartnern selbst wurde darauf abgezielt, je Unternehmen zwei Interviews zu führen – eines mit einem Familiengesellschafter und eines mit einer familienfremden Führungspersönlichkeit, üblicherweise mit einer Funktion in der Unternehmensfinanzierung. Damit sollte zum einen die um-

---

453 Vgl. Gläser/Laudel (2009), S. 97–98.

454 Während der fortlaufenden Erstellung der Fallstudien konnte eine Sättigung der Ergebnisse festgestellt werden, so dass die Anzahl an untersuchten Unternehmen schließlich auf 7 begrenzt wurde.

fassende Finanzierungsexpertise erfasst und zum anderen eine Beleuchtung des Finanzierungsprozesses, insbesondere des Familieneinflusses darauf, aus zwei Perspektiven stattfinden. Durch die Einschaltung mehrerer Gesprächspartner pro Unternehmen wurden letztlich gehaltreichere und objektivere Rückschlüsse auf die Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital ermöglicht, sowie eine bessere Absicherung der Ergebnisse erreicht. Die Terminvereinbarung fand per E-Mail oder Telefonkontakt statt. Alle Gespräche fanden vor Ort bei den Beteiligten statt. Dadurch war es im Gegensatz zu anderen Kommunikationsmöglichkeiten (bspw. einem Telefoninterview) einfacher, eine persönliche Beziehung zum Interviewpartner aufzubauen und eine Vertrauensbasis zu schaffen, durch welche weitreichendere Einblicke in die Unternehmen, Entscheidungsprozesse und Hintergründe gewährt werden.<sup>455</sup>

Die Gespräche dauerten zwischen 45 und 90 Minuten und wurden per Tonträger aufgezeichnet. Durch dieses Vorgehen und den Verzicht auf handschriftliche Protokollierung waren eine freiere Gesprächsführung und ein stärkerer Fokus auf die Inhalte möglich. Zudem konnten so einfacher nonverbale Äußerungen aufgegriffen und auf diese eingegangen werden.<sup>456</sup>

Tabelle 11 fasst die Rahmendaten zu den Interviews sowie den Gesprächspartnern zusammen.

### 5.3.2 Datenauswertung

Die Auswertung der gewonnenen Daten erfolgt über die qualitative Inhaltsanalyse. Die von Mayring (2008) konzipierte qualitative Inhaltsanalyse ist eine Familie von Vorgehensweisen zur systematischen Analyse von Texten, welche intersubjektiv nachvollziehbar und regelgeleitet im Hinblick auf leitende Fragen ausgewertet und interpretiert werden.<sup>457</sup>

Die Eignung der qualitativen Inhaltsanalyse für die vorliegende Forschungsarbeit lässt sich mit ihrem Anwendungsbereich begründen. Bei ihr ist nicht der vorliegende Text selbst das Untersuchungsobjekt, sondern die Informationen aus Texten, durch welche auf einen Untersuchungsgegenstand geschlossen werden kann. Aus diesem Grund wird die qualitative Inhaltsanalyse auch häufig mit dem Leitfaden- oder Experteninterview als Erhebungsinstrument verknüpft, da Interviewprotokolle und Sekundärdaten als Informationsquelle angesehen werden, um soziale Sachverhalte zu beschreiben.<sup>458</sup> Zudem ist

---

455 Vgl. Bortz/Döring (2006), S. 239–242.

456 Vgl. Bortz/Döring (2006), S. 311.

457 Vgl. Ramsenthaler (2013), S. 23.

458 Vgl. Gläser/Laudel (2009), S. 47; Gläser/Laudel (1999), S. 5.

Tabelle 11: Übersicht Interviewpartner

Unternehmen	Finanzierungs- instrumente	Interviewpartner	Unternehmens- zugehörigkeit	Familienmitglied	Länge Interview
Mechatronik GmbH	Schuldscheindarlehen	CEO CFO	Seit 1970er-Jahre Seit 1989	3. Generation extern	66 Min. 64 Min.
Zuliefer GmbH	Schuldscheindarlehen	CFO	Seit Mitte 2000er-Jahre	extern	63 Min.
Metallverarbeitungs-AG	Anleihe Schuldscheindarlehen	CFO	Seit 2008	extern	86 Min.
Maschinenbau GmbH	Schuldscheindarlehen US Private Placement	Head of Finance	Seit 2006	extern	90 Min.
Messer Group GmbH	US Private Placement	CEO CFO Group Treasurer	Seit 1979 Seit 2004 Seit 1989	3. Generation extern extern	63 Min. 45 Min. 45 Min.
Bildungs-AG	Anleihe	Ehemaliger CFO Familienratsmitglied	1997-2013 Seit 2004	extern 4. Generation	88 Min. 55 Min.
BUTLERS GmbH & Co. KG	Anleihe	CFO	Seit 2010	Extern	85 Min.

Quelle: Eigene Darstellung

als wesentlicher Aspekt für die Qualitätssicherung die Reproduzierbarkeit des Forschungsgangs durch den Einsatz dieser Methode anzuführen. So wird keine stillschweigende Kodierung der Rohdaten vorgenommen, wie dies häufig der Fall bei Leitfadeninterviews ist. Stattdessen ergeben sich nachvollziehbare Auswertungen.<sup>459</sup>

Die qualitative Inhaltsanalyse entnimmt Texten mittels einer systematischen Vorgehensweise Informationen und folgt einem schrittweisen Vorgehen. Zentral ist die theoriegeleitete Entwicklung eines Kategoriensystems anhand dessen die eigentliche Auswertung der Daten stattfindet.<sup>460</sup> Mittels eines Suchrasters werden dem Text für die Untersuchung relevante Informationen extrahiert sowie den einzelnen Kategorien zugeordnet und relativ losgelöst vom ursprünglichen Text verarbeitet.<sup>461</sup> Im Gegensatz zu dem bei Mayring (2008) recht starren, ex-ante festgelegten Kategoriensystem wird in der Forschungsarbeit die Methodik von Gläser/Laudel (2009) angewendet, welche sich durch eine höhere Flexibilität hinsichtlich der Ausgestaltung und Anpassungen des Kategoriensystems auszeichnet und damit die Effizienz der Auswertung erhöht. Die größere Flexibilität entsteht dadurch, dass das Kategoriensystem während der Auswertung noch angepasst werden kann.<sup>462</sup> Diese Bildung und Anpassungsmöglichkeit des Kategoriensystems erscheint hinsichtlich der erwarteten unterschiedlichen Ausprägungen, welche Familienunternehmen annehmen können und den darauf folgenden Anpassungen des Forschungsprozesses bzw. der benötigten Bildung oder Anpassung von Kategorien, sinnvoller. Zudem kann auf diese Weise das Prinzip der Offenheit realisiert werden und somit der scheinbare Konflikt zwischen einem theoriegeleiteten Vorgehen und dem Offenheitsprinzip gelöst werden.<sup>463</sup>

Letztlich wird mit den Auswertungen der qualitativen Inhaltsanalyse (siehe Kapitel 5.3) die Basis für die Erstellung der einzelnen Fallstudien sowie der fallübergreifenden Analyse des Untersuchungsgegenstands gelegt.

---

459 Vgl. Gläser/Laudel (2009), S. 45.

460 Vgl. Mayring (2008), S. 42–43.

461 Vgl. Lamnek (2010), S. 482–483; Mayring (2008), S. 53; Mayring (2002), S. 114.

462 Vgl. Gläser/Laudel (2009), S. 201. Dagegen können bei der Vorgehensweise nach Mayring (2008) nach der Bildung des Kategoriensystems keine weiteren Informationen mehr aus dem Text extrahiert werden, welche nicht dem Kategoriensystem zugeordnet werden können, vgl. Gläser/Laudel (2009), S. 199.

463 Vgl. Gläser/Laudel (2009), S. 205.

### 5.3.3 Qualitätssicherung

Qualitative Forschung sieht sich häufig dem Vorwurf der Willkür und Beliebigkeit ausgesetzt.<sup>464</sup> Um diesem zuvorzukommen, ist bei einer qualitativen Untersuchung eine hohe Qualität durch die Berücksichtigung verschiedener Regeln herbeizuführen. So hat die qualitative Forschung nach Mayring (2002) für hochwertige und aussagekräftige Ergebnisse sechs Grundsätzen zu folgen:<sup>465</sup>

#### *Verfahrensdokumentation*

Qualitative Forschung bedingt eine gründliche Dokumentation des gewählten Verfahrens. So sollte die Vorgehensweise sehr ausführlich und umfassend präsentiert werden, um die intersubjektive Nachvollziehbarkeit des Forschungsgangs zu ermöglichen. Diesem Qualitätsgrundsatz wird mit der umfassenden Begründung des gewählten Forschungsweges in Kapitel 5 Rechnung getragen. Zudem erfolgte die Auswertung der erhobenen Daten computergestützt mittels der Software MAXQDA11. Infolgedessen liegen die Auswertungsprotokolle elektronisch und in transparenter Form – und somit dokumentiert – vor.

#### *Argumentative Interpretationsabsicherung*

Auch die Interpretation der Forschungsergebnisse ist genauestens zu dokumentieren. Aus diesem Grund werden die in der vorliegenden Forschungsarbeit getätigten Interpretationen und Aussagen umfassend herbeigeführt und begründet.

#### *Regelgeleitetheit*

Unter Regelgeleitetheit ist eine systematische Vorgehensweise in der Untersuchung zu verstehen. Durch das schrittweise Vorgehen im theoretischen Grundgerüst und den Vorbereitungen zur empirischen Untersuchung bis hin zur eigentlichen Untersuchung, findet dieses Kriterium Anwendung. Zudem folgt die Auswertung der empirischen Untersuchung den Schritten der qualitativen Inhaltsanalyse, welche regelgeleitet von statten gehen.

#### *Nähe zum Gegenstand*

Bei qualitativer Forschung ist darauf zu achten, dass der Forscher möglichst nahe am Alltag der Betroffenen anschließt, bzw. Untersuchungen in deren natürlichem Umfeld durchführt. Dies wurde durch die recht offen geführten, persönlichen Interviews vor Ort, am Standort der jeweiligen Fallstudienpartner, sichergestellt.

---

464 Vgl. Lamnek (2010), S. 131.

465 Vgl. hierzu im Folgenden Lamnek (2010), S. 131–132; Mayring (2002), S. 144–148.

### *Kommunikative Validierung*

Dieses Gütekriterium besagt, dass die Aussagen und Ergebnisse der Interviews dem Befragten zu einem späteren Zeitpunkt noch einmal vorgelegt werden. Zwar ist dies aus praktikablen Gründen recht schwierig umzusetzen, da sich die Interviewpartner in verantwortungsvollen Positionen in den jeweiligen Unternehmen befinden, welche eine geringe zeitliche Verfügbarkeit bedingen. Jedoch ist zum einen darauf geachtet worden, bei unklaren Aussagen möglichen Fehlinterpretationen durch Nachfragen im Interview zu begegnen und zum anderen ist mit den Interviewpartnern besprochen worden, bei Bedarf noch einmal Kontakt aufnehmen zu können. Zudem sind die Aussagen mit denen eines weiteren Interviewpartners im Unternehmen abgeglichen und überprüft worden. Außerdem sind die Fallstudien den Interviewpartnern zur erneuten Durchsicht und Abnahme zugesendet worden. So wurden letztlich alle Fallstudien in der veröffentlichten Form von den Gesprächspartnern abgenommen.

### *Triangulation*

Durch Heranziehen verschiedener Datenquellen kann die Güte qualitativer Forschung erhöht werden. Dies ist zum einen durch die Gewinnung möglichst zweier Interviewpartner pro Fallstudienunternehmen und zum anderen durch Heranziehen von Sekundärdaten (siehe Abschnitt 5.3.1.2) erreicht worden. Zudem sind Gespräche mit zwei unabhängigen Kapitalmarktexperten, mit dem Zweck der Überprüfung und Validierung der Ergebnisse aus den Gesprächen mit den Familienunternehmensvertretern, geführt worden. Die Ergebnisse aus diesen Gesprächen haben die Ergebnisse und Rückschlüsse aus den Fallstudien in Kapitel 6 ergänzt und sind ebenfalls in die dort durchgeführten Analysen eingeflossen.

---

## 6 Ergebnisse der empirischen Untersuchung und Diskussion

In diesem Kapitel werden die Ergebnisse der empirischen Untersuchung dargestellt und analysiert. Die Auswertungen an dieser Stelle beziehen sich auf die Rückschlüsse aus den übergreifenden Untersuchungen der Fallstudien. Dabei werden übereinstimmende Kernaussagen aus den einzelnen Fällen wiedergegeben, Widersprüche aufgezeigt und vor dem Hintergrund der bisher erarbeiteten Theorie diskutiert. Hierfür werden Belege aus den Interviews sowie den Sekundärdaten herangezogen. Die Einzelfälle selbst sind detailliert in Anhang II aufgeführt. Die Darstellung der Ergebnisse orientiert sich an den in Abschnitt 4.4.3 entwickelten Leitfragen und gliedert sich letztlich in drei Themengebiete:

- Finanzierungshintergrund: Dabei findet eine Auswertung des Finanzierungsumfeldes statt, in welchem die untersuchten Familienunternehmen sich bewegen, sowie deren Anforderungen an die allgemeine Unternehmensfinanzierung.
- Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital: Hier werden die Ergebnisse der umfassenden Untersuchung einer solchen Finanzierung dargestellt – und dabei insbesondere die Motivation, der Einfluss der Familie, die Voraussetzungen, die Herausforderungen und Risiken, sowie die Folgen für Familienunternehmen analysiert und diskutiert.
- Bewertung und Vergleich privat platzierter Fremdkapitalinstrumente: Hier werden die privat platzierten Fremdkapitalinstrumente im Einzelnen bewertet und einander gegenübergestellt. Zudem werden sie gegenüber Titeln anderer Finanzierungsformen kontrastiert. Dies führt letztlich zu der Ableitung einer Präferenz bestimmter Finanzierungsinstrumente von Familienunternehmen.

Die Resultate der empirischen Untersuchung führen dazu, dass die in Kapitel 3.3 vorgestellten Finanzierungstheorien mit den neu gewonnenen Einsichten gewürdigt werden können. Dabei zeigt sich die Notwendigkeit einer Theorieer-

weiterung zu der Finanzierung von Familienunternehmen, welcher in Kapitel 6.4 nachgekommen wird.

## 6.1 Finanzierungshintergrund

Mit der Untersuchung des Finanzierungshintergrunds soll zunächst ermittelt werden, in welchem Finanzierungsumfeld sich Familienunternehmen bewegen. Damit sollen die Rahmenbedingungen und Änderungen dieser aufgedeckt werden, welche die Nutzung von privat platziertem Fremdkapital fördern. Ebenso wird untersucht, inwiefern Familienunternehmen konkrete Anforderungen an die Finanzierung formuliert haben. Die Untersuchung, inwiefern diese mit privat platziertem Fremdkapital erfüllt werden können, wird in Kapitel 6.2 durchgeführt.

Seit Beginn der 2000er Jahre nehmen die sieben untersuchten Familienunternehmen eine Veränderung der Geschäftsmodelle ihrer Hausbanken wahr. So entwickelt sich nach Ansicht der Familienunternehmen hier der Trend zu einer geringeren Bereitschaft, in umfassendem Maße langfristige Kredite zu vergeben. Ebenso verspüren die Familienunternehmen auf Bankenseite den Wunsch, eine Intermediärfunktion einzunehmen, welche kapitalsuchende Unternehmen und kapitalbereitstellende Investoren zusammenführt ohne selbst ein langfristiges Engagement einzugehen. Insbesondere als Folge der Finanzkrise der Jahre 2008 und 2009 nahmen vier der sieben untersuchten Unternehmen einen erschwerten Zugang zu Fremdmitteln wahr. Oftmals herrscht ein Unverständnis für die geänderten Kreditvergabepolitiken, welche ohne Zutun der Familienunternehmen und trotz langjähriger Geschäftsbeziehungen durchgeführt werden. So formuliert der CFO der Metallverarbeitungs-AG, dass während der Finanzkrise »viele Banken nervös geworden [sind, und das] völlig unnötig.«<sup>466</sup> In der Folge zeigt sich eine geänderte und weniger vertrauensvolle Haltung der Familienunternehmen gegenüber ihren Banken. Als Konsequenz sehen sich Familienunternehmen verstärkt nach alternativen Finanzierungsmöglichkeiten um. Somit stimmen diese Ergebnisse mit bestehenden Untersuchungen über geänderte Finanzierungsrahmenbedingungen und Kreditvergabepolitiken von Banken überein.<sup>467</sup> Demnach wird anhand der Ergebnisse aus den Fallstudien belegt, dass das geänderte Finanzierungsumfeld einen tendenziell negativen Einfluss auf die Beziehungen zwischen einigen Familienunternehmen und bestehenden Kapitalgebern hat. Diese Erkenntnisse führen zu folgender Hypothese:

---

<sup>466</sup> Metallverarbeitungs-AG, CFO (21.07.2014).

<sup>467</sup> Siehe hierzu Kapitel 1.1 und 3.1.

*H1: Änderungen in der Kreditvergabepolitik in der jüngeren Vergangenheit führen zu einer kritischeren Haltung von Familienunternehmen gegenüber Banken*

Als allgemeine Anforderungen an die Finanzierung ist den sieben Fallstudienpartnern gemein, dass diese langfristig sein sollte. Hier zeigt sich der Wunsch, die langfristig ausgelegte Strategie finanziell solide unterlegen zu können. Zudem soll damit ein allzu häufig auftretender hoher Kommunikations- und Verhandlungsbedarf mit den Kapitalgebern vermieden werden. Außerdem sollte die Finanzierung eine gewisse Stabilität und Sicherheit aufweisen können. Ausgelöst durch die Finanzkrise 2008 scheint hier ein Umdenken in Familienunternehmen mit einer höheren Betonung der Sicherheit einer Finanzierung stattgefunden zu haben. So meint bspw. der Head of Finance der Maschinenbau GmbH:

»Sicherheit in der Finanzierung, der Finanzierungspartner, der Instrumente ist, aus meiner Sicht, stärker [ausgeprägt] nach der Finanzkrise [...] als [zu]vor.«<sup>468</sup>

Somit zeigt sich die gemäß bestehenden Untersuchungen für Familienunternehmen charakteristische Langfristorientierung auch anhand der Fallstudien in deren Finanzierung. Ein befragter Kapitalmarktexperte meint hierzu, dass »Familienunternehmen [...] nicht in Quartalen, sondern in Generationen [denken].«<sup>469</sup> Eng daran gekoppelt ist ein gewisses Sicherheitsdenken, da eine Sicherheit in den Finanzierungszusagen eine stabile, langfristige Finanzierung gewährleistet.<sup>470</sup> Aus diesen Erkenntnissen ergibt sich folgende Hypothese:

*H2: Als Hauptanforderungen von Familienunternehmen an die allgemeine Finanzierung gelten Langfristigkeit, Stabilität und Sicherheit.*

Ebenso verfolgen Familienunternehmen das Ziel, möglichst wirtschaftliche und kostenoptimale Finanzierungslösungen zu nutzen. Diese Anforderung wurde von vier der untersuchten Unternehmen explizit genannt. Es zeigt sich jedoch, dass Familienunternehmen Finanzierungstitel nicht rein nach Kostenkriterien bewerten. So sollten Finanzierungsinstrumente vielmehr auch den weiteren Finanzierungszielen entsprechen, wodurch der Preis einer Finanzierung nicht das alleinige ausschlaggebende Kriterium in einer Finanzierungsentscheidung darstellt. Diese Vorgehensweise spiegelt sich exemplarisch in der Aussage des Head of Finance der Maschinenbau GmbH wider: »Preis ist [...] EIN wichtiger Punkt und ist nicht DER wichtigste Punkt. Alles muss in einer gewissen Balance sein.«<sup>471</sup> In der Folge bedeutet dies, dass zugunsten der weiteren Finanzie-

468 Maschinenbau GmbH, Head of Finance (17.09.2014).

469 Kapitalmarktexperte (11.02.2014).

470 Siehe für weitere Details zur Langfristorientierung von Familienunternehmen Abschnitt 2.3.1.1.

471 Maschinenbau GmbH, Head of Finance (17.09.2014).

rungsziele nicht immer der optimale Preis einer Finanzierung durchgesetzt wird. Hierzu äußert sich der Head of Finance der Maschinenbau GmbH wie folgt:

»Ich sage mal, ich könnte die Finanzierung auch günstiger [gestalten], wenn ich das um einen Faktor runterfahren würde. Also wenn man z. B. die Diversifikation, Verlässlichkeit oder die langjährigen Geschäftsbeziehungen zu unseren Finanzierungspartnern nicht so hervorhebt wie wir, dann könnte man es gegebenenfalls auch ein paar Basispunkte günstiger haben. Aber da ist eine ganz klare Linie vom Vorstand: Nein, das wollen wir nicht.«<sup>472</sup>

Im Falle der Bildungs-AG überwiegen sogar weitere Finanzierungs- bzw. Unternehmensziele die Kostenüberlegungen – insbesondere der sichere Fortbestand des Unternehmens, wie die Aussage des Familienratsmitglieds verdeutlicht:

»Wir nehmen in Kauf hohen Zins, hohe Finanzierungskosten. Hauptsache Kapital zum Operieren [...] Am Ende des Tages ist es uns egal ob wir 2 Mio. EUR mehr Finanzierungskosten haben. Hauptsache die Stabilität des Familienunternehmens ist nicht gefährdet.«<sup>473</sup>

Aus diesen Beobachtungen ergibt sich ebenfalls die für Familienunternehmen, wie in der theoretischen Vorarbeit aufgezeigt, charakteristische langfristige Ausrichtung, welche darin mündet, dass zugunsten der langfristigen Stabilität auf kurzfristige Erträge verzichtet wird.<sup>474</sup> Übertragen auf die Finanzierung bedeutet dies, dass zugunsten der langfristigen Stabilität auf die kostengünstigste Finanzierung verzichtet werden kann. Daraus ergibt sich nachfolgende Hypothese:

*H3: Familienunternehmen wägen das Finanzierungsziel möglichst kostenoptimaler Finanzierungslösungen gegen weitere Unternehmens- und Finanzierungsziele ab.*

Als weitere Anforderung wird definiert, dass die Finanzierung einfach sein sollte. So ist das Ziel zum einen, den Verwaltungsaufwand möglichst gering zu halten, und zum anderen, eine hohe Verständlichkeit des Vertragswerks zu erreichen. Starker Wert wird von allen untersuchten Unternehmen darauf gelegt, Finanzierungen möglichst ohne Sicherheiten durchzuführen. Dies führte im Falle der BUTLERS GmbH dazu, dass eine langjährige Hausbank ausgewechselt worden ist, als diese Sicherheiten eingefordert hat. Der Grund für die Ablehnung von Sicherheiten liegt nicht nur im höheren Aufwand für die vertragliche Hinterlegung, sondern auch in der Einschränkung der unternehmerischen Freiheit von Familienunternehmen.

472 Maschinenbau GmbH, Head of Finance (17.09.2014).

473 Bildungs-AG, Familienratsmitglied (04.08.2014).

474 Siehe hierzu auch Abschnitt 2.3.1.1.

Die Analyse des Risikoverhaltens von Familienunternehmen im Hinblick auf die Finanzierung zeigt, dass die Annahme einer grundsätzlichen Risikoaversion, wie vielfach in bestehenden Untersuchungen angeführt und in Abschnitt 2.3.1.3 dargestellt, zu kurz greift. So gestalten die sieben untersuchten Unternehmen zwar ihre Finanzierung derart, bspw. durch Streuung der Finanzierungsinstrumente, Finanzpartner, Kapitalaufnahmen und Laufzeiten, dass der Ausfall einer einzelnen Finanzierung nicht das Gesamtunternehmen gefährden könnte. So hat bspw. auch die Zuliefer GmbH das Ziel, dass die Finanzierung nicht »auf Kante genäht ist«<sup>475</sup>. Zwei Unternehmen haben zudem konkrete Mindestliquiditätsreserven beschlossen, welche einen Gläubigerausfall vollständig abfedern könnten. Jedoch werden durchaus Finanzierungsrisiken im Sinne von Kapitalaufnahmen eingegangen, um chancen-, aber auch risikoreiche Investitionen, wie das Erschließen neuer Geschäftsfelder durchzuführen, welche aber bei einem Scheitern den Fortbestand des Unternehmens nicht in Gefahr bringen. Somit ginge die Unterstellung einer allgemeinen Risikoaversion von Familienunternehmen zu weit. Stattdessen lässt sich festhalten, dass Familienunternehmen versuchen, die Balance zwischen Risikofreude und Risikoaversion zu finden, also ein Risikobewusstsein auszubilden. Dieses Risikobewusstsein spiegelt sich im Leitspruch des Gründers der Mechatronik GmbH, welchem auch die nachfolgenden Generationen in ihrer Entscheidungsfindung folgen: »Wägen und wagen.«<sup>476</sup>. Aus dieser Analyse ergeben sich folgende Hypothesen:

*H4a: Familienunternehmen sind in ihrer Basisfinanzierung risikoavers, um die langfristige Stabilität des Unternehmens nicht zu gefährden.*

*H4b: Aus dieser Stabilität heraus sind Familienunternehmen bei einzelnen, vielversprechenden Investitionen risikofreudig.*

In der Regel herrscht in den untersuchten Familienunternehmen eine grobe Vorstellung eines Zielverschuldungsgrades vor, welche jedoch nicht ausformuliert bzw. niedergeschrieben ist. Auch in den Gesellschafterverträgen oder Familienverfassungen finden sich für gewöhnlich keine konkreten Finanzierungsquoten. Das Aufstellen solcher ist in keinem der untersuchten Unternehmen festgestellt worden. Aus diesen Ergebnissen ergibt sich somit der Schluss:

*H5: Beim Festhalten von Finanzierungsanforderungen weisen Familienunternehmen eine geringe Formalisierung auf.*

Nach der Darlegung des allgemeinen Finanzierungshintergrunds erfolgt im Folgenden die Darstellung der Ergebnisse zur Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital.

---

475 Zuliefer GmbH, CFO (14.04.2014).

476 Mechatronik GmbH, CEO (16.05.2014).

## 6.2 Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital

Als Vertreter von privat platziertem Fremdkapital setzten von den sieben untersuchten Unternehmen zwei Unternehmen ausschließlich Schuldscheindarlehen, zwei Unternehmen in Deutschland begebene privat platzierte Anleihen oder anleiheähnliche Finanzierungsinstrumente und ein Unternehmen ausschließlich USPPs ein. Ein Unternehmen verwendete sowohl Schuldscheindarlehen als auch eine privat platzierte Anleihe und ein weiteres Unternehmen kombinierte Schuldscheindarlehen mit USPPs (siehe Tabelle 11).

Tabelle 12: Privat platzierte Fremdkapitalinstrumente in den untersuchten Familienunternehmen

	Schuldschein- darlehen	Privat platzierte Anleihe	USPP
Mechatronik GmbH	x		
Zuliefer GmbH	x		
Metallverarbeitungs-AG	x	x	
Maschinenbau GmbH	x		x
Messer Group GmbH			x
Bildungs-AG		x	
BUTLERS GmbH & Co. KG		x	

Quelle: eigene Darstellung

### 6.2.1 Motivation

Die Motivation für die Aufnahme von privat platziertem Fremdkapital gestaltet sich vielfältig. Es zeigt sich jedoch immer wieder der Einfluss der in Abschnitt 2.3.1 vorgestellten Eigenschaften von Familienunternehmen – Langfristorientierung, Kontrollerhalt, Risikoaversion und Verschwiegenheit. Insbesondere das Bestreben nach einer langfristigen Finanzierung, welche es erlaubt, vollumfänglich die Kontrolle über das Unternehmen zu behalten, trat bei allen untersuchten Unternehmen in ihrer Motivation für privat platziertes Fremdkapital dabei besonders hervor. Allerdings gründet der Antrieb auch auf weitere Faktoren, welche privat platziertes Fremdkapital für Familienunternehmen attraktiv machen.

Familienunternehmen wünschen, wie zuvor bereits ermittelt, eine langfristige Finanzierung zur Unterstützung der auf längere Sicht ausgelegten Unternehmensstrategie. Eine solch langfristige Finanzierung ist häufig über Bankkredite nicht abzubilden, jedoch mit privat platziertem Fremdkapital möglich. Diese Erfahrungen machten bspw. die Zuliefer GmbH, die Mechatronik GmbH und die Messer Group GmbH. Bei privat platziertem Fremdkapital sind Laufzeiten von fünf Jahren der Regelfall, wobei auch längere Laufzeiten, über sieben Jahre oder länger, im Falle von USPPs sogar von mindestens zehn Jahren, von Familienunternehmen genutzt werden. Ein weiterer Grund für die Langfristorientierung in der Finanzierung ist die geringere Häufigkeit, mit welcher der gesamte Finanzierungsprozess von der Vorbereitung über die Durchführung bis hin zur Anschlussfinanzierung durchschritten werden muss. Somit erhöht sich letztlich die Planbarkeit der Unternehmensfinanzierung, wobei auch der Aufwand für die Finanzabteilung reduziert wird. So versucht bspw. die BUTLERS GmbH & Co. KG, nicht nur kurzfristige Finanzierungslösungen einzusetzen, bei denen »zu oft darüber nachgedacht werden muss, ob das Finanzprodukt auch im Mehrperiodenmodell funktioniert oder nicht.«<sup>477</sup>

Daraus ergibt sich die folgende Hypothese für die Motivation von Familienunternehmen bei einer Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital:

*H6: Mit dem Einsatz von privat platziertem Fremdkapital verfolgen Familienunternehmen das Ziel, die auf lange Sicht ausgelegte Unternehmensentwicklung finanziell langfristig und stabil zu unterstützen.*

Mit der Aufnahme von privat platziertem Fremdkapital soll die Kontrolle über das Unternehmen erhalten, bzw. die unternehmerische Freiheit sichergestellt, werden. Mit der Verteilung der Finanzschuld auf mehrere Kapitalgeber wird eine Diversifikation des Fremdkapitalportfolios angestrebt. Das Ziel dabei besteht darin, Mitspracheforderungen von Banken oder einzelnen Investoren, wie sie bei größeren Engagements der Investoren auftreten können, zu vermeiden. Ebenso wird mit der Diversifikation der Finanzierung eine Stärkung der eigenen Stellung in zukünftigen Verhandlungen mit Kapitalgebern angestrebt. So versprechen sich Familienunternehmen durch den Nachweis, dass eine eigene Finanzierung oder eine solche mit neuen Kapitalgebern aus eigener Kraft aufgestellt werden kann, eine Verbesserung der Position in den Gesprächen mit existierenden Kapitalgebern, da eine geringere Abhängigkeit demonstriert wird. Sehr interessant im Zusammenhang des Kontrollerhalts ist für Familienunternehmen die Möglichkeit, bei bestimmten privat platzierten Fremdkapitalinstrumenten den Investorenkreis zu einem gewissen Grad mitbestimmen zu können, um auf diese Weise bestimmte Kapitalgeber von einer Investition und

---

477 BUTLERS GmbH & Co. KG, Herr Funke (02.06.2014).

von Einsichtsmöglichkeiten in das Unternehmen abzuhalten. So gestalteten bspw. die Metallverarbeitungs-AG und die Maschinenbau GmbH die Schuld-scheindarlehenbedingungen so, dass Wettbewerber von einer Investition ausgeschlossen waren und somit keinen Zugang zu weiterreichenden Unternehmensinformationen erhielten. Letztlich lässt sich mit privat platziertem Fremdkapital auch eine Erhöhung der unternehmerischen Freiheit erzielen, da Kreditlinien bei Kreditinstituten freigehalten werden können bzw. weniger stark genutzt werden und ein zu starkes, von Seiten der Banken möglicherweise unerwünschtes Engagement vermieden wird.

Somit zeigt sich anhand der Fallstudien, dass der gemäß der einschlägigen Literatur für Familienunternehmen charakteristische Wunsch nach Erhalt der Kontrolle über das eigene Unternehmen und das Streben nach Unabhängigkeit in ihrer Entscheidung für privat platziertes Fremdkapital von wesentlicher Bedeutung ist.<sup>478</sup> Aus den Fallstudien ergibt sich, dass mit privat platzierten Fremdkapitalinstrumenten diesem Wunsch nachgekommen werden kann. Aus diesen Erkenntnissen ergibt sich die folgende Hypothese:

*H7: Mit dem Einsatz von privat platziertem Fremdkapital können Familiengesellschafter die Kontrolle über das eigene Unternehmen sicherstellen.*

Für einige Familienunternehmen stellt die Nutzung von privat platziertem Fremdkapital eine Möglichkeit dar, hinsichtlich der Unternehmenskommunikation weitest mögliche Verschwiegenheit zu wahren. Insbesondere Schuld-scheindarlehen sind hierfür geeignet. So nutzen die Zuliefer GmbH und die Mechatronik GmbH dieses Instrument im Rahmen einer sehr restriktiven Informationspolitik und können auf diese Weise eine umfassende Offenlegung von Unternehmensinformationen vermeiden. Familienunternehmen, welche andere privat platzierte Finanzierungsinstrumente, wie privat platzierte Anleihen oder USPPs einsetzen, zeigen eine geringere Verschwiegenheit, die zum einen aus der Pflicht zur Veröffentlichung eines Wertpapierprospekts, wie im Falle der Bildungs-AG oder der BUTLERS GmbH & Co. KG, rührt. Zum anderen erfolgt die höhere Transparenz auch aus eigenem Antrieb, bspw. mit der Veröffentlichung der Geschäftsberichte auf der Unternehmenshomepage, wie im Falle der Metallverarbeitungs-AG, der Messer Group GmbH und der Maschinenbau GmbH. Dieser hängt dabei i. d. R. mit dem Wunsch nach förderlichen und starken Stakeholder-Beziehungen zusammen.

Damit ergibt sich, dass die oftmals in der bestehenden Literatur auftretenden Annahme, dass Familienunternehmen grundsätzlich eine hohe Verschwiegenheit zeigen, nicht haltbar erscheint. Stattdessen zeigen die Ergebnisse aus den Fallstudien, dass Familienunternehmen in unterschiedlichem Maße verschwie-

---

478 Siehe hierzu auch Abschnitt 2.3.1.2.

gen auftreten und sich diese divergierende Verschwiegenheitsgrade auch in der Wahl des privat platzierten Finanzierungsinstruments spiegeln.

Diese Ergebnisse führen zu der Erstellung von folgenden Hypothesen:

*H8a: Familienunternehmen weisen unterschiedliche Verschwiegenheitsgrade auf.*

*H8b: Je nach Verschwiegenheitsgrad werden unterschiedliche Finanzierungsinstrumente eingesetzt.*

*H8c: Familienunternehmen, die Schuldscheindarlehen einsetzen, legen größeren Wert auf Verschwiegenheit als Familienunternehmen, die privat platzierte Anleihen und USPPs nutzen.*

Wie zuvor beschrieben drückt sich mit der Aufnahme von privat platziertem Fremdkapital oftmals der Wunsch aus, die Fremdkapitalbasis zu diversifizieren. Dies ist nicht nur unter dem Aspekt der unternehmerischen Freiheit, sondern auch des Risikobewusstseins zu betrachten. Zum einen sollen die Risiken eines Gläubigerausfalls, welche Familienunternehmen mit der Finanzkrise durch die Schieflage verschiedener Banken aufkommen sahen, reduziert werden. Zum anderen soll den Auswirkungen eines plötzlichen Kapitalgeberrückzugs aus der Geschäftsbeziehung entgegengewirkt werden. So machte bspw. die Bildungs-AG die Erfahrung, dass eine Hausbank, mit welcher sie über 74 Jahre in Geschäftskontakt stand, sich schlagartig aus der Kapitalbereitstellung zurückzog. Um die Sicherheit des Unternehmens nicht zu gefährden, ergibt sich in der Folge die Motivation zu einer breiteren Investorenbasis. In der Folge sichern sich bspw. die Metallverarbeitungs-AG und die Maschinenbau GmbH durch eine Streuung der Finanzierung gegen einen Gläubigerausfall ab. Hier zeigt sich zudem eine Abkehr von dem oftmals vorherrschenden Denken, dass Banken als Gläubiger nicht ausfallen können, bzw. die Finanzierung garantiert ist. Vor dem Hintergrund, dass das Familienunternehmen als solches nicht durch eine Finanzierung gefährdet wird, bietet privat platziertes Fremdkapital die Möglichkeit, nach Laufzeit und Höhe unterschiedliche Finanzierungstranchen abzuschließen. Dabei legen Familienunternehmen insbesondere Wert auf unterschiedliche Fristigkeiten der einzelnen Tranchen. Um das Risiko einer zu einem bestimmten Zeitpunkt fälligen hohen Tilgung zu reduzieren, wird darauf geachtet, dass keine »Klumpenfälligkeit«<sup>479</sup> einer Finanzierung entsteht. So gestalten Familienunternehmen ihre Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital so aus, dass die Fälligkeiten großvolumiger Finanzierungen mittels mehrerer Tranchen über einen längeren Zeitraum gestreckt und somit zu unterschiedlichen Zeitpunkten fällig werden, um Refinanzierungsengpässe zu vermeiden. Dieses Risikobewusstsein geht so weit, dass bestehende Finanzierungen oftmals nicht durch kostenoptimale abgelöst werden, wenn erstere ein günstiges Fälligkeitsprofil aufweisen. Hier zeigt sich wiederum das zuvor aufgezeigte Abwägen von Finanzierungszielen und Kosten-

---

479 Zuliefer GmbH, CFO (14.04.2014).

überlegungen und somit das Streben nach Sicherheit der Finanzierung. Aus diesen Erkenntnissen ergibt sich folgende Hypothese:

*H9: Die Wahl und die gewählte Ausgestaltung von privat platziertem Fremdkapital ist ein Ausdruck des Risikobewusstseins von Familienunternehmen.*

Einen entscheidenden Einfluss auf die Entscheidung für privat platziertes Fremdkapital haben die von Familienunternehmen wahrgenommenen geänderten Finanzierungsrahmenbedingungen in den letzten Jahren. So erfolgt die Wahl eines privat platzierten Fremdkapitalinstruments häufig als Reaktion auf geänderte Geschäftspolitiken bestehender Kapitalgeber. Hier sehen Familienunternehmen, wie zuvor beschrieben, zum einen das Streben von Kreditinstituten in Richtung eines geringeren Kreditengagements und einer Positionierung als Intermediäre sowie Berater, welche Kapitalgeber und -nehmer zusammenführen. Zudem lassen sich mit Bankkrediten weniger lange Laufzeiten abbilden, welche mit privat platziertem Fremdkapital möglich sind. Ebenso haben negative Erfahrungen mit bestimmten Kapitalgebern in der Vergangenheit, wie die zuvor erwähnte Kündigung durch eine langjährige Hausbank bei der Bildungs-AG, Einfluss auf den Entschluss für alternative Finanzierungslösungen. Als Folge dieser geänderten Kreditvergabepolitiken und Negativerfahrungen lässt sich bei einigen Familienunternehmen eine regelrechte Trotzreaktion bei der Kapitalbeschaffung feststellen. So emittierte bspw. die Bildungs-AG eine Anleihe in Eigenregie und die Metallverarbeitungs-AG führte eine Direktemission der Schuldscheindarlehen ohne Intermediär und nur unter Einschaltung eines externen Finanzberaters durch. Reaktionen dieser Art hängen laut eines befragten Kapitalmarktexperten mit einer höheren Emotionalität von Familienunternehmen als von Nicht-Familienunternehmen im Hinblick auf das Stakeholder-Management zusammen.<sup>480</sup> Diese Erkenntnisse führen zu den folgenden Hypothesen:

*H10a: Änderungen des Finanzierungsumfeldes über die letzten Jahre verändern die Finanzierungsgewohnheiten von Familienunternehmen und fördern die Nutzung von privat platziertem Fremdkapital.*

*H10b: Familienunternehmen werden in ihrer Finanzierungsentscheidung von Erfahrungen mit Kapitalgebern in der Vergangenheit beeinflusst.*

*H10c: Negative Erfahrungen mit Kapitalgebern außerhalb des Marktes für privat platziertes Fremdkapital fördern die Nutzung von privat platziertem Fremdkapital.*

Als weitere Motivation für privat platziertes Fremdkapital gaben vier der untersuchten Unternehmen an, dass mit diesen Instrumenten die Finanzierungsziele von Familienunternehmen recht gut gedeckt werden können. So sind relativ

---

480 Vgl. Kapitalmarktexperte (11.02.2014).

günstige Finanzierungsbedingungen erzielbar, womit dem Kostenbewusstsein von Familienunternehmen Rechnung getragen wird. So wählte bspw. die Mechatronik GmbH Schuldscheindarlehen, weil diese »die beste und auch preiswerteste Möglichkeit [waren] damals Geld zu beschaffen – langfristig«<sup>481</sup>. Familienunternehmen schätzen an privat platziertem Fremdkapital die Einfachheit und rasche Umsetzbarkeit, wodurch dieses eine attraktive Finanzierungsmöglichkeit darstellt. Hinzu kommt, dass privat platziertes Fremdkapital, insbesondere solches, welches im deutschsprachigen Raum platziert wird, im Regelfall individuell gestaltbar und damit flexibel ist, womit für Familienunternehmen in Abhängigkeit von der Verhandlungsposition vorteilhafte Klauseln in die Finanzierungsverträge eingesetzt werden können. Somit kann u. a. eine Erhöhung der finanziellen Sicherheit und Planbarkeit besser durchgesetzt werden als bei anderen Finanzierungsinstrumenten. So ließen bspw. die Bildungs-AG und die Metallverarbeitungs-AG sehr rigide Klauseln über die Kündigungsrechte der Gläubiger festschreiben, womit eine Kündigung von Seiten der Gläubiger faktisch ausgeschlossen war bzw. ist. Dadurch ist das aufgenommene Kapital für das jeweilige Familienunternehmen fest planbar. Ebenso lässt die gestalterische Flexibilität von privat platziertem Fremdkapital zu, dass Familienunternehmen ihre eigenen Konditionen durchsetzen, und wie die Mechatronik GmbH oder die Metallverarbeitungs-AG die Allgemeinen Geschäftsbedingungen (AGB) der Gläubiger kategorisch ausschließen.

Insgesamt zeigt sich also eine Vielfalt an Gründen, weshalb Familienunternehmen privat platziertes Fremdkapital einsetzen. Damit lässt sich aber auch für die Finanzierungsform festhalten, dass diese einer Bandbreite an Anforderungen von Familienunternehmen entspricht oder gemäß den Anforderungen gestaltet werden kann.

## 6.2.2 Einfluss der Familie

Bei der Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital konnte ein geringer Einfluss der Gesellschafterfamilien auf die Finanzierung der untersuchten Unternehmen ermittelt werden. Zwar wirken Familien über die Festlegung von Rahmenbedingungen auf die allgemeine Unternehmensfinanzierung ein. Diese sind jedoch, wie zuvor beschrieben, nur in einzelnen Fällen niedergeschrieben und treten stattdessen zumeist als grobes Verständnis der Familie von der Finanzierung auf. Dieses Verständnis wird auf familienexterne Manager übertragen, sodass in der Folge in der Geschäftsführung bzw. im Vorstand eine allgemeine Grundinterpretation hinsichtlich der Finanzierungsausrichtung

---

481 Mechatronik GmbH, CEO (16.05.2014).

vorherrscht. Ein Einfluss der Familie auf ein konkretes Finanzierungsinstrument findet jedoch im Regelfall nicht statt. Auch das Interesse für differente Finanzierungsmöglichkeiten ist auf Familienseite i. d. R. gering. Stattdessen werden die mit der Finanzierung verbundenen Frage- und Problemstellungen auf zumeist familienexterne Manager verlagert. Diesen obliegen die Sichtung von Finanzierungsmöglichkeiten, die Auswahl, sowie die Konzepterarbeitung. Die finale Zustimmung für ein Finanzierungsinstrument wird anschließend jedoch im Regelfall von den Gesellschaftern selbst getroffen, bzw. unterliegt oftmals der Zustimmungspflicht verschiedener Gremien, welche für die Aufnahme bestimmter Finanzierungsvolumina herangezogen werden müssen.

Dabei zeigt sich für privat platziertes Fremdkapital ein kaum vorhandenes Konfliktpotenzial. Stattdessen unterstützen alle Gesellschafterfamilien der untersuchten Unternehmen vielmehr eine solche Finanzierung. Umfassende Diskussionen konnten nur im Falle der Metallverarbeitungs-AG und der Maschinenbau GmbH festgestellt werden. Diese drehten sich jedoch nicht um die Finanzierungsinstrumente Schuldscheindarlehen und USPP an sich, sondern um die Sicherheit der Finanzierung und die Folgen eines möglichen Gläubigerausfalls. Hier zeigt sich, dass Gesellschafterfamilien auf die Sicherheit der Unternehmensfinanzierung bedacht sind. Diese wird notfalls so sichergestellt, dass die Gesellschafterfamilie Kapital aus eigenen Mitteln zuschießt. Aus diesen Erkenntnissen lassen sich folgende Hypothesen erstellen:

*H11a In Familienunternehmen setzen Familiengeschafter Rahmenbedingungen für die Unternehmensfinanzierung.*

*H11b Innerhalb dieser Rahmenbedingungen bewegen sich die finanziellen Entscheidungsträger frei bei der Wahl und Konzeptionierung der Finanzierungsinstrumente.*

### 6.2.3 Profil der Finanzverantwortlichen

In den Fallstudien zeigte sich, dass die Finanzverantwortlichen der Familienunternehmen nicht der Gesellschafterfamilie angehören. Zumeist gelangen diese mit mehrjähriger Berufserfahrung und aus einer Führungsposition heraus in das Familienunternehmen. Dabei gründet der Eintritt teilweise auf persönlichem Kontakt mit einem Entscheidungsträger eines Familienunternehmens vor Zustandekommen des Angestelltenverhältnisses. So warben Führungskräfte der BUTLERS GmbH & Co. KG und der Maschinenbau GmbH die ihnen aus der Vergangenheit bekannten Finanzverantwortlichen an. Bezüglich des Vorgängerunternehmens können keine Muster festgehalten werden. So waren die Finanzverantwortlichen zuvor sowohl in Wirtschaftsprüfungen, einer ähnlichen

Branche oder auch in einer völlig unterschiedlichen Industrie tätig und traten somit als Quereinsteiger in das Familienunternehmen ein. Gemeinsam im Verhältnis zwischen Gesellschafterfamilie und familienfremdem Finanzvorstand ist ein sehr hohes Vertrauensverhältnis und eine enge Beziehung, welche im Fall der Bildungs-AG darin gipfelte, dass der Finanzverantwortliche als bisher einzige familienfremde Person in der Unternehmenshistorie Anteile am Familienunternehmen erhielt. Aus diesen Ergebnissen ergeben sich folgende Schlüsse:

*H12a: Finanzverantwortliche in Familienunternehmen gehören i. d. R. nicht der Gesellschafterfamilie an.*

*H12b: Die Beziehung zwischen Finanzverantwortlichem und Gesellschafterfamilie ist geprägt von einem starken Vertrauensverhältnis, bedingt durch die Verantwortung des Finanzverantwortlichen für die Unternehmensfinanzierung, welche letztlich direkten Einfluss auf den Fortbestand des Familienunternehmens hat.*

#### 6.2.4 Voraussetzungen für eine erfolgreiche Platzierung

Gewissermaßen als Grundvoraussetzung, damit privat platziertes Fremdkapital für ein Unternehmen überhaupt infrage kommt, gilt der Ausweis der Bonität, welche für die einzelnen Instrumente gefordert wird. Die Anforderungen der Kapitalgeber an die Kreditwürdigkeit liegen im Regelfall bei einem Schuldscheindarlehen und einem USPP höher als im Falle einer privat platzierten Anleihe.<sup>482</sup> Bei einem Schuldscheindarlehen sehen sich Familienunternehmen, anders als vielfach angenommen, unter bestimmten Voraussetzungen, wie in den nachfolgenden Abschnitten erläutert, auch bei einer Bonität knapp unter Investment Grade als begebungsfähig. So meint der CFO der Zuliefer GmbH hierzu:

»[Eine Bonität in Investment Grade] ist vorteilhafter, ich glaube aber, dass sie es [das Schuldscheindarlehen, Anm. d. Verf.] auch als BB+ [bekommen].«<sup>483</sup>

Als Grundregel lässt sich festhalten, dass Emittenten von privat platziertem Fremdkapital eine Bonität vergleichbar mit einem Rating im Investment-Grade-Bereich aufweisen oder sich an der Schwelle zu diesem bewegen. Damit lässt sich folgende Hypothese erstellen:

---

482 So werden privat platzierte Anleihen teilweise auch von Unternehmen geringerer Bonität begeben, vgl. Waigel (08.04.2014).

483 Zuliefer GmbH, CFO (14.04.2014).

H13: *Eine Bonität an der Schwelle zu oder im Bereich des Investment Grade ist die Grundvoraussetzung, um eine Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital überhaupt durchzuführen.*

Eine weitere Voraussetzung für eine erfolgreiche Platzierung, welche von fünf der untersuchten Unternehmen sowie den beiden Kapitalmarktexperten angeführt wird, ist ein solides Geschäftsmodell. So wird das Vertrauen der Investoren sichergestellt, wenn diese überzeugt sind, dass das Unternehmen langfristig auf stabilen Beinen steht und auch von kurzfristigen Verschlechterungen der Rahmenbedingungen nicht beeinträchtigt wird. Ebenso kann damit der Kommunikationsaufwand mit den Investoren gering gehalten werden, da für das Familienunternehmen ein geringerer Rechtfertigungsdruck bei temporären Planabweichungen besteht. Aus diesen Erkenntnissen ergibt sich folgende Hypothese:

H14: *Als wichtigster Erfolgsfaktor einer erfolgreichen Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital gilt der Nachweis des soliden Geschäftsmodells des Unternehmens, da dieses das Vertrauen der Investoren bedingt.*

Eine entscheidende Bedeutung in einer Platzierung kommt der Reputation zu. Diese ist häufig eng verbunden mit einem soliden Geschäftsmodell, jedoch tragen weitere Faktoren, wie eine lange Unternehmenshistorie zu dieser bei. Hier sehen sich zwei der Fallstudienunternehmen im Vorteil gegenüber Nicht-Familienunternehmen, da eine generationenübergreifende Historie in der Öffentlichkeit i. d. R. mit Beständigkeit und Ansehen verbunden sind. Dies zeigt sich in der Aussage des Familienratsmitglieds der Bildungs-AG:

»Familienunternehmen können eine Stabilität repräsentieren, wie sie andere Unternehmen häufig nicht repräsentieren können. [Es] weiß jeder da draußen, hier gibt es eine Familie, die steht zu dem Unternehmen, die machen das seit 110 Jahren. Die hat eine gewisse Politik. Die Politik hat sich bewährt. Und die steht da für die Sache. Die steht für das Unternehmen, steht für Werte hier, für eine gewisse Verlässlichkeit, ist regional verankert, wird sich nicht benehmen wie die Axt im Wald. So, das heißt, hier gibt es eine Vertrauensstellung«<sup>484</sup>

Ein grundsätzlicher Vorteil von Familienunternehmen im Hinblick auf die Reputation wird jedoch angezweifelt. So sieht Herr Messer von der Messer Group GmbH große börsennotierte Unternehmen mit weniger stark konzentrierter Eigentümerstruktur hier in einer besseren Position. Zurückzuführen ist dies demnach auf die fehlende emotionale Einbindung einer Gesellschafterfamilie, wie sie in Familienunternehmen charakteristisch ist:

---

484 Bildungs-AG, Familienratsmitglied (04.08.2014).

»Es gibt ja Familienunternehmen, die sehr emotional und, sagen wir mal, unberechenbar handeln. Deshalb ist, glaube ich, die Reputation einer großen Aktiengesellschaft wahrscheinlich im Schnitt besser.«<sup>485</sup>

Somit zeigt sich, dass Familienunternehmen aufgrund ihrer Historie zwar eine höhere Reputation als Nicht-Familienunternehmen aufweisen können, dies aber nicht zwangsläufig der Fall sein muss. Dies führt zu nachfolgender Hypothese:

*H15 Die Reputation eines Familienunternehmens kann aufgrund der Unternehmenshistorie positiv und in der Folge für den Platzierungserfolg von privat platziertem Fremdkapital förderlich sein.*

Darüber hinaus sollten, laut vier der Fallstudienpartner und der beiden Kapitalmarktexperten, Unternehmen eine Story aufweisen, welche den Investoren verkauft wird. Dies bedeutet im Wesentlichen, dass zum einen die erfolgreiche Geschäftsentwicklung dargestellt und der Verwendungsnachweis für das aufgenommene Kapital angegeben wird. Hierzu eignen sich nach Aussagen der Unternehmensvertreter und Kapitalmarktexperten insbesondere M&A-Vorhaben sowie Investitionen.

Die Kapitalaufnahme sollte nicht in einer Situation geschehen, in welcher das Familienunternehmen unbedingt auf die Finanzierung angewiesen ist. Diese Voraussetzung wird von drei Unternehmen genannt. Die Dringlichkeit einer Kapitalaufnahme hat erheblichen Einfluss auf die Ausgestaltung der Konditionen, welche ein Unternehmen erzielen kann, da die Indikation einer Kapitalnot die eigene Verhandlungsposition schwächt. So ist es für eine günstige Finanzierung erfolgsversprechender, geduldige Verhandlungen mit den Investoren oder Arrangeuren in einer Phase zu führen, in welcher das Kapital nicht benötigt wird.

Eine entscheidende Voraussetzung für eine erfolgreiche Emission ist der Zeitpunkt der Begebung. So gilt für Familienunternehmen, das »*window of opportunity*«<sup>486</sup> günstiger Kapitalmarktbedingungen abzuspassen. Je nach Stimmung am Kapitalmarkt sind Investoren mehr oder weniger bereit, Kapital zur Verfügung zu stellen. Die Bereitschaft ist dabei in Fällen extremer Marktverwerfungen unabhängig von der Verfassung des kapitalsuchenden Unternehmens. Zudem bestimmt das Timing wesentlich über die Konditionen, welche ein Familienunternehmen erzielen kann. Hier zeigt sich der Vorteil einer langfristige ausgelegten Unternehmensstrategie von Familienunternehmen: Im Falle der Mechatronik GmbH und der Metallverarbeitungs-AG wurden günstige Marktlagen so ausgenutzt, dass Fremdkapital, für welches keine Notwendigkeit be-

---

485 Messer Group GmbH, Herr Messer (15.09.2014).

486 Metallverarbeitungs-AG, CFO (21.07.2014).

stand, aufgenommen wurde und somit langfristig eine günstige Finanzierung sichergestellt war.

Der Ausweis eines Ratings ist für keines der privat platzierten Finanzierungsinstrumente notwendig. Zwar erachten vier der untersuchten Unternehmen ein solches als vorteilhaft, jedoch nicht als zwingende Voraussetzung für einen Platzierungserfolg. Aus dieser Erkenntnis resultiert folgende Hypothese:

*H16: Für die Begebung von privat platziertem Fremdkapital ist kein externes Rating notwendig.*

### 6.2.5 Herausforderungen

Als größte Herausforderung einer Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital lässt sich festhalten, dass die im Kapitel zuvor genannten Voraussetzungen für eine solche Finanzierung überhaupt erfüllt sind. So muss ein Familienunternehmen erst einmal über einen längeren Zeitraum eine positive Geschäftsentwicklung und finanzielle Solidität erreichen, welche es für Investoren interessant macht, Kapital bereitzustellen. Ebenso gilt es, die Reputation aufzubauen und kontinuierlich zu pflegen. Eine weitere Herausforderung ist, den richtigen Zeitpunkt einer Finanzierung, welcher auch als Voraussetzung für eine erfolgreiche Platzierung gilt, zu treffen. Hierzu ist es zum einen notwendig, über ausreichend Kapitalpuffer zur Überbrückung eines schlechteren Finanzierungsumfelds zu verfügen und zum anderen ständig die Konditionen am Kapitalmarkt zu überprüfen, wie dies bei der Metallverarbeitungs-AG und der Maschinenbau GmbH der Fall ist.

Eine weitere mögliche Problemstellung für Familienunternehmen kann hausgemachten Ursprungs sein. Werden eigene Finanzierungsrahmenlinien mit konkret vorgeschriebenen Investorenrechten verabschiedet, wie in den Fällen der Mechatronik GmbH und der Metallverarbeitungs-AG, müssen Kapitalgeber ermittelt werden, welche bereit sind, die Regelungen mitzutragen. Dies bedeutet, dass der Finanzierungsrahmen so abgesteckt sein muss, dass sich jederzeit, auch in schwierigeren Zeiten, genügend Kapitalgeber finden. Ebenso sollten die Rahmenlinien so ausgestaltet sein, bspw. im Hinblick auf Fristigkeiten, Covenants oder Sicherheiten, dass es einer ausreichenden Zahl von Bereitstellern von privat platziertem Fremdkapital zum einen überhaupt statutarisch möglich ist, zu investieren und zum anderen die Finanzierungsinstrumente für das Investorenportfolio geeignet sind.

Besondere Herausforderungen ergeben sich für Familienunternehmen auch aus der Branche, in welcher sie sich bewegen. Je nach Zustand dieser steigt und senkt sich die Bereitschaft von Investoren für eine Kapitalbereitstellung. So kann

in Industrien mit starkem Preisdruck eine generelle Zurückhaltung von Kapitalgebern auftreten, wie dies bspw. die Mechatronik GmbH als Automobilzulieferer feststellt. Bedingt durch aggressives Auftreten der Kunden oder auch der Konkurrenz im Hinblick auf die Preisgestaltung und Rentabilität kann ein Familienunternehmen darauf angewiesen sein, solche Finanzierungsinstrumente einzusetzen, welche einen tiefen Einblick dieser Stakeholder-Gruppen in das Unternehmen vermeiden.

Daran anknüpfend stehen Familienunternehmen häufig einem Wahrnehmungsproblem auf Investoreseite gegenüber, welches sowohl auf die geringere Größe gegenüber Großkonzernen, aber auch auf mangelnde Reputation zurückzuführen ist. So reduzieren sich bei fehlender weitläufiger Bekanntheit und Ansehen die Erfolgchancen einer Emission. Wie zuvor dargestellt, gilt die Reputation als wichtige Voraussetzung einer Platzierung. Daher gilt als Herausforderung für ein Familienunternehmen das Herstellen einer Reputation, um überhaupt für privat platziertes Fremdkapital fähig zu sein. Entscheidender Bedeutung kommt hierbei die Rolle der Eigentümerfamilie zu. Zeigt diese ein entsprechendes Verhalten, wie bspw. eine zurückhaltende Dividendenpolitik, trägt dies zu einer positiven Unternehmensdarstellung gegenüber den Investoren bei. Eine Herausforderung ist auch, die eigene Reputation richtig einzuschätzen. Hier gilt es, selbstkritisch zu evaluieren wie weit die Bekanntheit reicht und wie hoch das Ansehen des Unternehmens ist. Ebenso ist zu bewerten, ob das Verhalten der Familie für den Emissionserfolg förderlich ist. Insbesondere wenn Reputation aufgebaut wird, sollte eine zielgerichtete Kommunikation erfolgen, wie sie die Metallverarbeitungs-AG ausübt:

»Ich meine, wir arbeiten an unserer Reputation, indem wir sehr vorsichtig immer wieder auch nach außen hin bei Podiumsdiskussionen oder anderen Dingen [...], in sehr moderater Form, unsere finanzielle Position auch mitgeben. [...] Sie erzählen halt einfach ein wenig von dem, wie es Ihnen geht und die Reputation ist da.«<sup>487</sup>

Aus dieser Analyse lässt sich auf folgende Hypothese schließen:

*H17: Als Herausforderung einer Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital gilt die Erfüllung der Voraussetzungen einer solchen Finanzierung.*

## 6.2.6 Risiken

Ein privat platziertes Finanzierungsinstrument ist nach Ansicht der sieben untersuchten Unternehmen während der Laufzeit mit geringen Risiken ver-

---

487 Metallverarbeitungs-AG, CFO (21.07.2014).

bunden, solange die Vertragsbedingungen eingehalten werden, d. h. wenn für die Gläubiger keine vertragliche Möglichkeit besteht, aus der Finanzierung auszusteißen. Dies äußert sich exemplarisch in der Aussage des CFOs der Zuliefer GmbH: »Solange die Gegenseite kein Kündigungsrecht hat, solange ich meine Kreditbedingungen einhalte, sehe ich kein Risiko.«<sup>488</sup> Jedoch zeigt sich eine gewisse Unsicherheit im Hinblick auf das Gläubigerverhalten, wenn sich die Unternehmenszahlen verschlechtern oder das Unternehmen gar in eine Schieflage gerät. Zwar war noch keines der untersuchten Unternehmen mit einer solchen Situation während einer Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital konfrontiert. Dennoch tritt hier zumeist aus der Erfahrung mit Kreditinstituten in der Vergangenheit eine Ungewissheit hinsichtlich des Auftretens der Investoren hervor. Insbesondere die Dynamik im Gläubigerpool, der aus mehreren, zumeist untereinander vernetzten Investoren besteht, kann nur schwer eingeschätzt werden. Als kritisch wird für solche Fälle auch die Kommunikationsmöglichkeit mit den Investoren angesehen, mit welchen kein direkter und i. d. R. kein lange gehegter Kontakt besteht. Während aus einer langjährigen Geschäftsbeziehung mit einer Hausbank häufig ein persönliches Verhältnis besteht, welches sich in einer gewissen Geduld bei Veränderungen der Finanzsituation niederschlagen kann, sind die Investoren bei einem Scheindarlehen oder einer privat platzierten Anleihe eher anonym und könnten stärker auf die termingerechte Einhaltung der Vertragsbestandteile drängen. Hier sei jedoch angemerkt, dass drei der untersuchten Familienunternehmen die Geduld und Verhandlungsbereitschaft von Hausbanken bei Veränderungen der Finanzierungssituation, aufgrund eigener Erfahrungen und Beobachtungen während der Finanzkrise 2008, anzweifeln. Stattdessen scheinen die verschiedenen Kapitalgebergruppen einheitlich auf die fristgerechte Einhaltung von Finanzierungsvereinbarungen zu pochen. Dennoch sind Bereitsteller von privat platziertem Fremdkapital eventuell früher bereit, einen Vertrag zu kündigen, bzw. könnten im Falle von USPPs sogar gesetzlich zu Kündigungen gezwungen sein. Dagegen sieht die Maschinenbau GmbH auch im Falle der Investoren von privat platziertem Fremdkapital die Möglichkeit eines recht vertrauten und persönlichen Kontakts. Aus Gründen der Ungewissheit über das Investorenverhalten stellt für die Mechatronik GmbH ein Covenant-Bruch das größte Risiko einer Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital dar. Daraus ergeben sich die beiden folgenden Hypothesen:

*H18a: Werden die Vertragsbedingungen eingehalten, ist die Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital während der Laufzeit mit geringem Risiko verbunden.*

*H18b: Bei einer Verletzung der Vertragsbedingungen besteht auf Grund des anonymen Investorenkreises ein erhöhtes Finanzierungsrisiko für Familienunternehmen.*

---

488 Zuliefer GmbH, CFO (14.04.2014).

Auch vorab und während der tatsächlichen Emission bestehen Risiken für Familienunternehmen. So ist es möglich, dass das anvisierte Volumen nicht vollständig platziert werden kann und eine Finanzierungslücke zur Folge hat. Diese kann bspw. durch *underpricing* des Finanzierungstitels oder divergierender Vorstellungen von Kapitalgebern und -nehmern im Hinblick auf die Fristigkeit ausgelöst werden. Als Konsequenz würde dies zum einen nicht nur zu einer Verschlechterung der Verhandlungsposition gegenüber bestehenden Kapitalgebern führen, da eine Abhängigkeit von diesen offenkundig würde. Zum anderen kann auch die Reputation eines Unternehmens leiden. So stellt für die Bildungs-AG die unvollständige Platzierung hauptsächlich ein »Imagerisiko«<sup>489</sup> dar.

Ein Anschlussfinanzierungsrisiko wird von allen interviewten Unternehmen als nicht kritisch erachtet. So sehen sich die Familienunternehmen mit einer mehrjährigen Finanz- und Liquiditätsplanung als gut gerüstet, um eine rechtzeitige Aufstellung und Bestimmung der Anschlussfinanzierung sicherzustellen. Zudem wird argumentiert, dass mit einer vorausschauenden Finanzierung und der Nutzung temporär attraktiver Konditionen, auch wenn kein akuter Finanzierungsbedarf besteht, die Anschlussfinanzierung jederzeit gesichert ist. Ebenso kommen die derzeit günstigen Finanzmarktkonditionen, in welchen sich eine hohe Bereitschaft von verschiedenen Kapitalgebergruppen zeigt, eine Finanzierungsvereinbarung einzugehen, Familienunternehmen entgegen. Auch wird mit dem Willen der Eigentümer, mit Eigenmitteln temporäre Finanzierungslücken zu schließen, wie im Falle der BUTLERS GmbH & Co. KG oder der Mechatronik GmbH, das Anschlussfinanzierungsrisiko als minimal gesehen. Hier stellt sich jedoch die Frage, ob diesem Risiko nicht höhere Bedeutung beigemessen werden sollte vor dem Hintergrund einer längerfristigen möglichen Verschlechterung der Finanzmarktsituation und den begrenzten Eigenmitteln einer Familie.

Auch die Reputation des Finanzierungsinstruments selbst hat Auswirkungen auf den Platzierungserfolg, kann aber von einem einzelnen Familienunternehmen nur schwer beeinflusst werden. Hierfür sind vielmehr die aktuelle Marktlage und die -historie, wie bspw. die Emissionsergebnisse weiterer Unternehmen, entscheidend. So werden von der BUTLERS GmbH & Co. KG und der Bildungs-AG befürchtet, dass ein Auftreten von Zahlungsausfällen bei anderen Emittenten zu einem Misserfolg der eigenen Finanzierung führen kann.

Als weiterer externer Risikofaktor konnte die Änderung der Rahmenbedingungen einer Finanzierung identifiziert werden. Ein Wandel des Finanzierungsumfelds und der gesetzlichen Regelungen kann drastische Auswirkungen auf die Unternehmensfinanzierung haben. Im Falle der Metallverarbeitungs-AG

---

489 Bildungs-AG, CFO (05.06.2014).

würde dies eine Neuausrichtung der Finanzierung nach sich ziehen, da die derzeit abgeschlossenen Verträge mit der prognostizierten geänderten Gesetzgebung keinen Bestand mehr hätten. Für den Head of Finance der Maschinenbau GmbH stellen kurzfristige Gesetzesänderungen, welche sich unmittelbar auf die Investorenpolitik durchschlagen, das größte Risiko einer Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital dar. Somit ergibt sich aus diesen Ergebnissen folgende Hypothese:

*H19: Familienunternehmen stehen in ihrer Finanzierung externen, nicht beeinflussbaren, Risiken gegenüber.*

### 6.2.7 Folgen

Die Analyse der Folgen einer Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital zeigt in den meisten beobachteten Fällen Auswirkungen auf die Professionalisierung eines Familienunternehmens, insbesondere dann, wenn zuvor noch keine bankenfremde Finanzierung bestand. Vor allem das Berichtswesen wurde durch die Aufnahme eines solchen Finanzierungsinstruments in fünf der untersuchten Unternehmen weiterentwickelt. Dabei zeigt sich insbesondere eine Beschleunigung innerbetrieblicher Prozesse für die termingerechte Erstellung interner und externer Berichte, wobei die konsequente Einhaltung eines solch fristgerechten Reportings auch verstärkt in den Fokus des Managements rückt. Eng verbunden ist die Professionalisierung mit der Weiterentwicklung der Strukturen für Controlling, Rechnungslegung und Finanzplanung. Dies zeigt sich in der Aussage des Finanzvorstands der Metallverarbeitungs-AG: »Ich glaube, dass so ein Schuldscheindarlehen schon dazu beiträgt, das Rechnungswesen optimal zu gestalten.«<sup>490</sup> Auch der Head of Finance der Maschinenbau GmbH äußert, dass das Unternehmen durch die Aufnahme von privat platziertem Fremdkapital »im Reporting, Controlling, in der Aufbereitung und Darstellung der Zahlen professioneller geworden ist.«<sup>491</sup> Aus diesen Ergebnissen resultiert folgende Hypothese:

*H20: Eine Folge einer Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital ist die voranschreitende Professionalisierung von Familienunternehmen.*

Im Verhältnis zu den Hausbanken kommt es im Regelfall nicht zu einer Verschlechterung der Beziehungen. Stattdessen stehen Vertreter der Kreditinstitute der Nutzung alternativer Finanzierungsquellen eher positiv gegenüber, da in-

---

490 Metallverarbeitungs-AG, CFO (21.07.2014).

491 Maschinenbau GmbH, Head of Finance (17.09.2014).

folgedessen das eigene Engagement begrenzt werden kann. Eine unmittelbare Folge einer erfolgreichen Platzierung von privat platziertem Fremdkapital für Familienunternehmen ist jedoch die Stärkung der Verhandlungspositionen gegenüber den Kapitalgebern. Wenn unter Beweis gestellt wird, dass von anderen Quellen Finanzmittel eingesammelt werden kann, reduziert sich die Abhängigkeit von einzelnen Investoren. In der Folge sind Familienunternehmen in einer besseren Ausgangsposition für die Verhandlung vorteilhafterer Konditionen mit Kreditinstituten und weiteren Kapitalgebern. Daraus ergibt sich folgende Hypothese:

*H21: Mit einer erfolgreichen Platzierung von privat platziertem Fremdkapital wird die Verhandlungsposition von Familienunternehmen gegenüber anderen Kapitalgebern gestärkt.*

Im Falle von Finanzierungsinstrumenten, bei welchen die Öffentlichkeit verstärkt informiert wird, wie bei den Emissionen der BUTLERS GmbH und der Bildungs-AG, zeigen sich Auswirkungen bei den Mitarbeitern. Diese befassen sich aufgrund der Bewerbung des Finanzierungsinstruments verstärkt mit dem eigenen Unternehmen. Bei einer erfolgreichen Platzierung bildet sich nach Ansicht des CFO der Bildungs-AG ein regelrechter »Stolz der Mitarbeiter«<sup>492</sup> auf das eigene Unternehmen und die Motivation der Mitarbeiter kann nachhaltig gesteigert werden. Aus diesen Erkenntnissen lässt sich folgende Hypothese formulieren:

*H22: Die Platzierung von privat platziertem Fremdkapital hat positiven Einfluss auf die Mitarbeiterinformation und -motivation.*

Weitere Auswirkungen auf die Kommunikation ergeben sich je nach Ausgestaltung des Finanzierungsinstruments. Im Falle eines öffentlichen Angebots kommt es aufgrund der Publizitätspflichten und regelmäßig durchgeführten Pressekonferenzen zu einer Professionalisierung der Finanzkommunikation. Die Art der Emission hat zudem erheblichen Einfluss auf die Investorenkommunikation. Während im Falle einer indirekten Emission der Kommunikationsbedarf gering ist, da hier die Verantwortung für den Austausch mit den Investoren der Zahlstelle übertragen wird, führt eine Direktmission zu einem erheblichen Mehraufwand. Insbesondere bei Schuldscheindarlehen mit wenigen, jedoch vom Einzelvolumen beträchtlichen Investoren, ergibt sich die Notwendigkeit zu bilateralen Jahresgesprächen, wodurch die Kapazitäten der Finanzabteilung zeitweise stark gebunden sind. Dies führt im Falle der Metallverarbeitungs-AG dazu, dass »der April zugepflastert mit Bankengesprächen«<sup>493</sup> ist. Damit ergibt sich folgende Hypothese:

---

492 Bildungs-AG, CFO (05.06.2014).

493 Metallverarbeitungs-AG, CFO (21.07.2014).

H23: *Mit der Ausgestaltung des Finanzierungsinstruments lässt sich der Folgekommunikationsaufwand steuern.*

## 6.3 Bewertung und Vergleich

Für eine Einbettung der Finanzierungsform privat platziertes Fremdkapital in die Finanzierungslandschaft findet zunächst eine Bewertung der in den Fallstudien auftretenden Finanzierungsinstrumente Schuldscheindarlehen, privat platzierte Anleihe und USPP statt. Anschließend wird ein Vergleich dieser Instrumente untereinander und mit anderen Finanzierungsmöglichkeiten durchgeführt. Dies dient nicht nur dazu, um im direkten Vergleich Vor- und Nachteile der einzelnen Instrumente aufzudecken. So sollen auch die Eigenschaften von privat platziertem Fremdkapital abgesichert werden, welche die Eignung dieser Finanzierungsform für Familienunternehmen bedingen und letztlich eine Präferenz bestimmter Finanzierungsinstrumente auslösen.

### 6.3.1 Bewertung und Vergleich privat platzierter Fremdkapitalinstrumente

#### *Bewertung Schuldscheindarlehen*

Zwei der großen Stärken von Schuldscheindarlehen sind, laut drei der Fallstudienunternehmen, deren Einfachheit und schnelle Umsetzbarkeit. So ist zum einen das Vertragswerk relativ schlank und kann nur drei Seiten umfassen. Zum anderen kann der Begebungsprozess innerhalb von vier bis sechs Wochen abgeschlossen werden. Drei der untersuchten Unternehmen schätzen an Schuldscheindarlehen die Möglichkeit einer weitestgehenden Vermeidung der Offenlegung des Familienunternehmens. So lässt sich, aufgrund des begrenzten Investorenkreises und geringer gesetzlicher Anforderungen an die Transparenz, Verschwiegenheit über die Unternehmensfinanzierung wahren. Zudem eröffnen Schuldscheindarlehen dem Kapitalnehmer die Option, den Vertrag recht individuell zu gestalten, womit eigene Klauseln in den Vertrag eingebaut werden können. Insbesondere von der Möglichkeit, bestimmte Kapitalgeber – zumeist Wettbewerber und Investoren die nicht unter das Kreditwesengesetz fallen – von der Finanzierung auszuschließen, machen die untersuchten Familienunternehmen Gebrauch. Das Mindestvolumen für Schuldscheindarlehen wird von den Gesprächspartnern auf 20 Mio. EUR taxiert.

Somit lässt sich eine hohe Eignung von Schuldscheindarlehen für die längerfristige Finanzierung von Familienunternehmen festhalten. Diese gilt insbesondere für solche Familienunternehmen, welche hohen Wert auf die klassischen

Familienunternehmenscharakteristika, wie Langfristorientierung, Kontrollerhalt und Verschwiegenheit legen.

#### *Bewertung privat platzierte Anleihe*

Mit einer privat platzierten Anleihe ist nach Ansicht von zwei der Fallstudienunternehmen und eines Kapitalmarktexperten die Möglichkeit verbunden, diese recht individuell zu gestalten, sodass unternehmenseigene Konditionen durchgesetzt werden können. Somit lassen sich auch längere Laufzeiten über fünf bis sieben Jahre und zudem kleinere Volumen ab ca. 10 Mio. EUR abbilden.<sup>494</sup> Da Anleihen Wertpapiere und somit fungibel sind, ist eine Kontrolle des Familienunternehmens über den Investorenkreis nicht möglich. Wird mit der privat platzierten Anleihe die Öffentlichkeit angesprochen, ergeben sich weitreichende Transparenzanforderungen an den Emittenten. In diesem Fall wird i. d. R. der Investorenkreis größer, womit sich die Macht einzelner Kapitalgeber reduziert. Findet hingegen die Emission einer klassischen, privat platzierten Anleihe unter Ausschluss eines öffentlichen Angebots statt, ist der Investorenkreis kleiner und kann auch nur einen Kapitalgeber umfassen. Hierbei ist bei entsprechend geringen Transparenzpflichten gegenüber der Öffentlichkeit, ähnlich wie bei einem Schulscheindarlehen, eine stärkere Stellung der wenigen Investoren die Folge.

Privat platzierte Anleihen sind folglich für solche Familienunternehmen geeignet, welche der Individualität und Flexibilität des Vertragswerks hohe Bedeutung beimessen. Je nach Ausprägung der charakteristischen Eigenschaften von Familienunternehmen, insbesondere des Wunsches nach Verschwiegenheit, können so unterschiedliche Finanzierungslösungen aufgestellt werden.

#### *Bewertung USPP*

Gemäß den beiden Fallstudienunternehmen, welche USPPs einsetzen, liegt der große Vorteil dieses Instruments in den abbildbaren langen Fristigkeiten. Hier sind Laufzeiten von 10 bis 25 Jahren möglich, welche der langfristigen Ausrichtung von Familienunternehmen entgegenkommen. Zudem lassen sich mit USPPs recht rasch hohe Volumen aufnehmen. So zeigen sich US-amerikanische Investoren schneller bereit, hohe Kapitalsummen bereitzustellen, als deutsche Investoren, unter der Voraussetzung, dass diese vom jeweiligen Familienunternehmen als Investitionsobjekt überzeugt sind. Dies wird in der Aussage von Dr. Wienands von der Messer Group deutlich: »Da wird viel schneller geschossen und mit viel größeren Tickets. Und das ist schon was, was uns sehr zugute kommt.«<sup>495</sup> Der Begebungsprozess beträgt dabei zwischen vier und acht

494 Vgl. hierzu auch Waigel (08.04.2014).

495 Messer Group GmbH, Dr. Wienands (15.09.2014).

Wochen und ist somit recht schnell vollzogen. USPPs werden i. d. R. unter Zugrundelegung eines recht umfassenden US-amerikanischen Standardvertrags begeben, für dessen Verständnis sowohl rechtliche als auch finanzielle Expertise herangezogen werden muss. Dies bedeutet, dass bestehende Klauseln im Grunde nicht geändert werden können, womit sich die Unternehmensfinanzierung an dieses Instrument anpassen muss. Als wichtige Voraussetzung für die Begebung von USPPs sehen beide Fallstudienpartner eine hohe Transparenz und Verlässlichkeit gegenüber den Investoren. So meint Herr Messer von der Messer Group GmbH: »Also je transparenter Sie sind und je besser Sie Ihre Planung machen, desto schneller kriegen Sie auch Geld.«<sup>496</sup>

USPPs sind für solche Familienunternehmen geeignet, welche über einen stabilen sowie hohen Cash Flow und einen signifikanten Kapitalbedarf verfügen. Zudem sollte die Finanzabteilung breit genug aufgestellt sein, um den Anforderungen aus dem Instrument gerecht zu werden. So lassen sich USPPs insbesondere in solchen Familienunternehmen einsetzen, welche eine sehr ausgeprägte Langfristorientierung aufzeigen, über ein sehr solides Geschäftsmodell verfügen und sich nicht davor scheuen, Transparenz zu zeigen. Dabei sollten diese Familienunternehmen eine Akzeptanz von Standardverträgen aufweisen und keine marktunüblichen Anforderungen an die Investoren stellen, bzw. keine marktunüblichen Vertragsklauseln einfordern.

#### *Vergleich privat platzierter Fremdkapitalinstrumente*

Im direkten Vergleich von Schuldscheindarlehen und privat platzierter Anleihe zeigt sich, dass Familienunternehmen mit einem Schuldscheindarlehen i. d. R. günstigere Konditionen erreichen können. Zudem gilt als vorteilhaft im Falle des Schuldscheindarlehen, dass der Gläubigerkreis ein Stück weit gesteuert werden kann, bzw. ein Ausschluss bestimmter Investorengruppen möglich ist. Aufgrund dieser Vorteile begab die Metallverarbeitungs-AG im Anschluss an die Anleihe ein Schuldscheindarlehen.

Im Vergleich von Schuldscheindarlehen mit USPPs zeigt sich, dass bei beiden Instrumenten der Finanzierungsprozess recht zügig abgeschlossen werden kann. Während Schuldscheindarlehen flexibler gestaltbar und insbesondere bei der erstmaligen Begebung weniger komplex und aufwändig sind als USPPs, sind mit USPPs wesentlich längere Laufzeiten erreichbar. Zwar sind auch mit Schuldscheindarlehen hohe Finanzierungsvolumen möglich, jedoch sind Investoren in USPPs schneller bereit, höhere Beträge bereitzustellen. Somit kann mit USPPs tendenziell ein höherer Kapitalbedarf gedeckt werden, als mit Schuldscheindarlehen.

---

496 Messer Group GmbH, Herr Messer (15.09.2014).

*Vergleich privat platziertes Fremdkapital mit weiteren Finanzierungsinstrumenten*

Im Gegensatz zu Bankkrediten gelten privat platzierte Fremdkapitalinstrumente, welche nicht als USPPs begeben werden, als flexibler. So können diese einfacher nach eigenen Wünschen gestaltet werden, wohingegen mögliche Anpassungen in Bankkreditverträgen mit einem hohen Verhandlungsaufwand verbunden sind. So können bspw. die AGB der Banken in Schuldscheindarlehenverträgen ausgeschlossen werden, wie dies in den Finanzierungsverträgen der Mechatronik GmbH und der Metallverarbeitungs-AG durchgeführt wurde.

Bei der Gegenüberstellung von privat platziertem Fremdkapital und börsennotierten Mittelstandsanleihen gelten letztere als aufwendiger im Hinblick auf die Anforderungen, die Begebung und das Reporting. Deshalb rentiert sich im Regelfall der Aufwand für die Aufnahme einer Mittelstandsanleihe für ein Familienunternehmen nicht, solange privat platziertes Fremdkapital eine umsetzbare Finanzierungsalternative darstellt. Hinzu kommt, dass die Reputation von börsennotierten Mittelstandsanleihen in jüngerer Vergangenheit gelitten hat<sup>497</sup>, wodurch sich die Attraktivität dieser Kapitalaufnahme für Familienunternehmen reduziert.

### 6.3.2 Präferenz von Finanzierungsinstrumenten

Im Hinblick auf den Einsatz unterschiedlicher Finanzierungsinstrumente ergibt sich aus den Fallstudien eine starke Präferenz für den zunächst umfassenden Einsatz von Gesellschafterkapital in Form von Kapital- und Gewinnrücklagen, sowie von Gesellschafterdarlehen. Als Eckpfeiler der kurz- und langfristigen Fremdfinanzierung zeigt sich die Finanzierung über Kreditinstitute in Form von Kreditlinien sowie bilateralen Krediten. Speziell für die langfristige Fremdfinanzierung unterscheiden einige Fallstudienpartner jedoch in ihrer Präferenz nicht zwischen Schuldscheindarlehen, USPPs und Bankkrediten. Auch Emittenten privat platzierter Anleihen sehen diese annähernd als Substitut oder gleichwertige Ergänzung zum Bankkredit, wobei jedoch privat platzierte Anleihen etwas weniger für die langfristige Finanzierung präferiert werden, als z. B. Schuldscheindarlehen.<sup>498</sup> Zwischen Gesellschafterkapital, Bankkrediten und privat platziertem Fremdkapital auf der einen Seite und weiteren Finanzierungsmöglichkeiten auf der anderen Seite zeigt sich eine Lücke hinsichtlich des gewünschten Einsatzes. Mezzaninkapital als Beimischung für das Finanzie-

497 Siehe hierzu auch Kapitel 1.1.

498 Die geringere Präferenz von privat platzierten Anleihen gegenüber Schuldscheindarlehen lässt sich auf die fehlende Möglichkeit der Einflussnahme auf den Investorenkreis sowie den höheren Finanzierungskosten im Falle der Anleihen zurückführen. Siehe hierzu Abschnitt 6.3.1.

rungsportfolio sowie börsennotierte Mittelstandsanleihen sind nur für zwei der untersuchten Unternehmen vorstellbar, sollten jedoch nach Möglichkeit nicht eingesetzt werden. Die Möglichkeit eines IPOs wurde nur im Falle eines Unternehmens in Betracht gezogen, von den anderen Fallstudienpartnern jedoch abgelehnt. Private Equity wurde von allen befragten Unternehmen kategorisch ausgeschlossen.

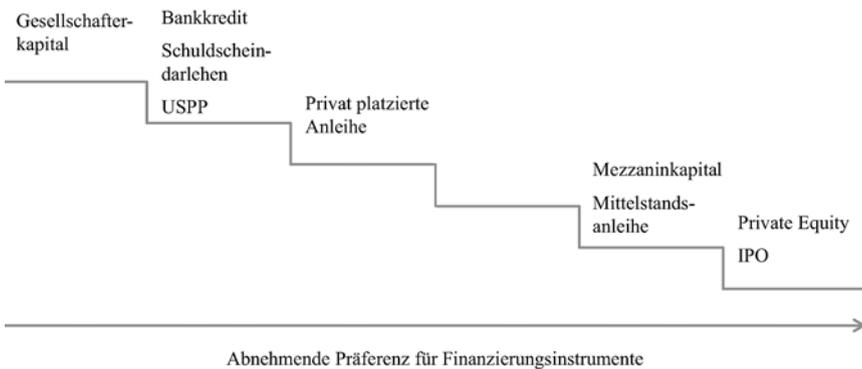


Abbildung 19: Präferenz von langfristigen Finanzierungsinstrumenten in Familienunternehmen [Quelle: eigene Darstellung]

Somit zeigt sich, dass die untersuchten Familienunternehmen in groben Zügen der Pecking-Order-Theorie nach Myers (1984)<sup>499</sup> folgen. Eine genauere Auseinandersetzung mit dieser und weiteren Finanzierungstheorien findet im folgenden Kapitel statt. Aus diesen Erkenntnissen ergibt sich die folgende Hypothese:

*H24: Familienunternehmen weisen in der Präferenz ihrer Finanzierungsinstrumente Merkmale der Pecking-Order-Theorie von Myers (1984) auf.*

## 6.4 Würdigung bestehender Finanzierungstheorien

Abschließend erfolgt eine Würdigung der in Kapitel 3.3 vorgestellten Finanzierungstheorien vor dem Hintergrund der empirischen Ergebnisse. Es wird dargestellt, inwiefern sich diese auf die Finanzierung von Familienunternehmen anwenden lassen.

<sup>499</sup> Vgl. Myers (1984). Siehe zusätzlich die Ausführungen in Abschnitt 3.3.2.4.

*Irrelevanztheorem nach Modigliani/Miller (1958):*

Wie bereits in Abschnitt 3.3.1.1 ausgeführt, ist die Praxistauglichkeit dieser Finanzierungstheorie aufgrund der ihr zugrundeliegenden Prämissen und Restriktionen recht stark eingeschränkt. Deshalb erscheint eine Würdigung vor dem Hintergrund der empirischen Untersuchung nicht sinnvoll. Somit erfolgt an dieser Stelle keine weitere Betrachtung.

*Statische Trade-Off-Theorie*

Aus den Untersuchungen konnten keine Anhaltspunkte gewonnen werden, dass Steuerüberlegungen und mögliche Insolvenzkosten den Ausschlag für Finanzierungsentscheidungen geben. So wurden Steuervorteile in keinem Fall als Motivation für die Aufnahme eines bestimmten Finanzierungsinstruments genannt. Stattdessen begründen andere Faktoren, wie die internen Eigenschaften von Familienunternehmen, wirtschaftliche Ziele sowie externe Einflüsse, die Motivation für eine Finanzierung. Sicherlich ist davon auszugehen, dass eine Insolvenz vermieden werden soll, um die Übergabe des Unternehmens in die nächste Generation nicht zu gefährden. Dies zeigt sich in der Wahl von Finanzierungstranchen der untersuchten Familienunternehmen, welche das Unternehmen als Ganzes nicht gefährden. Jedoch werden Insolvenzüberlegungen nicht gegen Steuervorteile aufgewogen bzw. auch nicht durch Erhöhung der Fremdkapitalanteile ausgereizt. Stattdessen weisen die betrachteten Familienunternehmen im Regelfall überdurchschnittlich hohe Eigenkapitalquoten auf.<sup>500</sup> Familienunternehmen haben zwar eine gewisse Vorstellung von der Zielverschuldung, wie die Bildungs-AG oder die Metallverarbeitungs-AG zeigen. Jedoch stellt diese ein Finanzierungsziel dar und ist nicht die Basis für die Entscheidung für oder gegen einzelne Finanzierungsinstrumente.

*Agency-theoretisches Kapitalstrukturmodell*

Auf Basis der empirischen Ergebnisse können keine Beweise für die Anwendbarkeit dieser Theorie in der Finanzierung von Familienunternehmen erbracht werden. Zum einen konnten die postulierten Agency-Kosten des Eigenkapitals nicht ermittelt werden. Vielmehr zeigt sich ein starkes Vertrauensverhältnis zwischen Eigentümern und den familienfremden Finanzverantwortlichen. Somit lässt sich die These, dass Fremdkapital zur Disziplinierung und Überwachung der Finanzverantwortlichen aufgenommen wird, nicht bestätigen und vielmehr als unwahrscheinlich bezeichnen. Im Hinblick auf die Agency-Kosten

---

500 Während die in der Forschungsarbeit untersuchten Unternehmen im Durchschnitt eine Eigenkapitalquote von 37,8 % in den letzten veröffentlichten Jahresabschlüssen der Jahre 2012 und 2013 aufwiesen, betrug die durchschnittliche Eigenkapitalquote nicht-finanzieller Unternehmen in Deutschland 27,5 % im Jahre 2012, vgl. Deutsche Bundesbank (2013), S. 46.

des Fremdkapitals zeigen sich jedoch Übereinstimmungen mit den Annahmen des Modells. So weisen zum einen die Finanzkontrakte i. d. R. Covenants auf, welche einzuhalten sind und oftmals ein Kündigungsrecht für die Gläubiger beinhalten. Außerdem ergibt sich gerade aus der Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital die Pflicht zum regelmäßigen Reporting, sodass die Gläubiger im Sinne des agency-theoretischen Kapitalstrukturmodells Bonding-Maßnahmen ergreifen. Dass jedoch eine Steuerung des Eigenkapitalanteils nach den Überlegungen des Abwägens von Agency-Kosten des Eigen- und Fremdkapitals getroffen werden, lässt sich nicht bestätigen.

#### *Kapitalstrukturorientierte Verfügungsrechtetheorie*

Die Anwendbarkeit der kapitalstrukturorientierten Verfügungsrechtetheorie lässt sich anhand der ermittelten Ergebnisse nicht belegen. So kommt in Familienunternehmen der Kapitalstruktur nicht die Funktion zur Steuerung der Mitspracherechte verschiedener Investorengruppen zu. Stattdessen liegen die Mitspracherechte in der Familie und werden nicht an Investoren weitergegeben. Aus diesem Grund werden Finanzierungsinstrumente gewählt, welche die Mitsprache von externen Kapitalgebern ausschließen. Zwar sind in den Finanzierungsverträgen Covenants enthalten, deren Bruch zu einer verstärkten Tätigkeit der Gläubiger führen. Jedoch erscheint eine vollständige Kontrollübernahme der Gläubiger unrealistisch, insbesondere da Familienunternehmen eine hohe Sensibilität hinsichtlich Mitspracheforderungen externer Anspruchsgruppen zeigen. Als Reaktion findet stattdessen vielmehr eine Diversifizierung der Gläubigerbasis statt, um die Einflussnahme von externen Kapitalgebern aktiv zu reduzieren.

Eine variable Ausgestaltung der Kapitalstruktur, dass Gläubiger bei Misserfolgen im Unternehmen die Kontrolle im Unternehmen übernehmen, wie im Modell vorgeschlagen, findet nicht statt. Dieses Vorgehen widerspricht dem Wunsch nach einer Weitergabe des Unternehmens in die nächste Generation. Dieser bedingt, dass auch in schwierigen Zeiten am Unternehmen festgehalten wird, wie die Historie der Messer Group GmbH zeigt.

#### *Signalling-Theorie*

Auch im Hinblick auf die Signalling-Theorie ist festzuhalten, dass deren Erklärungsgehalt für die Finanzierung von Familienunternehmen sehr gering ist. So zeigen die untersuchten Unternehmen nicht die Absicht, über ihre Kapitalstruktur mittels eines hohen Fremdkapitalniveaus ihre Qualität unter Beweis zu stellen. Stattdessen herrscht viel mehr das Verständnis vor, dass andere Faktoren von einer hohen Unternehmensgüte zeugen. Hier wird insbesondere die Reputation des Unternehmens als Kapitalnehmer, auf dessen historisch verlässliche Aussagen und gewissenhaftes Handeln die langjährigen Kapitalgeber ver-

trauen können, angeführt. Ebenso verfolgen Familienunternehmen den Ansatz, durch den Nachweis eines soliden Geschäftsmodells, und nicht primär durch Kapitalstrukturmanagement, ihre Solidität unter Beweis zu stellen. Mit diesem einher geht das Verständnis, dass durch Gewinnthesaurierung eine hohe Unternehmensqualität bezeugt wird, da nur gesunde Unternehmen Gewinne generieren. Zur Solidität trägt bei, dass die Kapitalgeber darauf vertrauen können, dass ein Großteil der Gewinne im Unternehmen bleibt, die Familie bei der Dividendenausschüttung Zurückhaltung zeigt und somit letztlich die Eigenkapitalquote kontinuierlich erhöht oder diese stabil gehalten werden kann.

Ein weiterer Aspekt, der gegen die Signalling-Theorie in Familienunternehmen spricht ist, dass durch einen erhöhten Fremdkapitalanteil die Verhandlungsposition mit Kapitalgebern geschwächt wird. Familienunternehmen versuchen stattdessen vielmehr, die eigene Position zu stärken, in dem aus einer Situation mit hohen Cash-Beständen und einer soliden Eigenkapitalausstattung verhandelt wird, sodass letztlich günstige Finanzierungsbedingungen erreicht werden. Nicht zuletzt führten die Kreditvergabepolitiken verschiedener Kapitalgeber dazu, dass Familienunternehmen alternative Finanzierungslösungen wählen. Mit deren erfolgreicher Begebung können bessere Verhandlungspositionen bei zuvor bestehenden Investoren erreicht werden, wie die Beispiele der Bildungs-AG oder der Mechatronik GmbH zeigen.

#### *Pecking-Order-Theorie*

Wie in Abschnitt 6.3.2 dargestellt, scheint sich die Pecking-Order-Theorie nach Myers (1984) und Myers/Majluf (1984) im Ansatz in der Finanzierung von Familienunternehmen zu bestätigen. So äußern Familienunternehmen eine Präferenzreihenfolge von Finanzierungsinstrumenten, welche im Kern der Logik der Pecking-Order-Theorie entspricht. Dabei wird die Finanzierung mit intern generierten Mitteln bzw. durch Gewinnthesaurierung bevorzugt, bevor bei der Finanzierung mit externen Mitteln Wirtschaftlichkeitskriterien im Sinne eines geringen Risikos der Finanzierung, also einer Finanzierung mit möglichst geringer Verzinsung, und Kriterien zum Kontrollerhalt angelegt werden. Hierbei werden Fremdkapitalinstrumente mit geringer Verzinsung den teureren Mezzaninkapitalinstrumenten vorgezogen. Die Finanzierung mit externem Eigenkapital, wie Private Equity oder eine Emission von Anteilen über die Börse, stellt für keines der Familienunternehmen eine Alternative dar.

Jedoch zeigen sich auch Schwächen in der Anwendbarkeit der Pecking-Order-Theorie. Wie in Abschnitt 3.3.2.4 beschrieben, besagt diese, dass ein Unternehmen so lange Eigenmittel investiert, wie es den Gesellschaftern möglich ist. Dies widerspricht den Ergebnissen aus der empirischen Untersuchung. So belassen zwar Gesellschafterfamilien einen Großteil der Jahresüberschüsse im Unternehmen und halten sich bei der Dividendenausschüttung zurück. Jedoch

wird die Eigenmittelkapazität nicht vollständig ausgenutzt. Zum einen werden eigene Mittel aus Gründen der Risikoabsicherung zurückgehalten und zum anderen ist die Aufnahme von Fremdkapital mit geringeren Kosten für ein Unternehmen verbunden. Somit ist die Stoßrichtung der Pecking-Order-Theorie bei Familienunternehmen im Grundsatz richtig. Jedoch vernachlässigt oder leugnet sie, dass und warum Familienunternehmen Fremdkapital aufnehmen. Zudem erfolgt keine Aussage darüber, warum unterschiedliche Fremdfinanzierungsinstrumente, welche auf einer gleichen oder ähnlichen Risikostufe anzusiedeln sind, genutzt werden und oftmals durch den Wunsch nach Diversifikation der Fremdkapitalbasis zur Erhaltung der unternehmerischen Freiheit begründet ist. Somit kann die Pecking-Order-Theorie nicht eindeutig bestätigt werden, ist jedoch als dienlicher Baustein in der Erklärung der Finanzierung von Familienunternehmen anzusehen.

### *Theorieerweiterung*

Es lässt sich festhalten, dass sich die Rückschlüsse aus der empirischen Untersuchung z. T. mit den vorgestellten Finanzierungstheorien decken, sich aber nicht anhand einer einzelnen vollständig erklären lassen. Damit ist eine Erweiterung bestehender Theorie vonnöten bzw. die Bildung einer solchen, welche die Ergebnisse aus der empirischen Untersuchung widerspiegelt.

Es zeigt sich, dass in die Finanzierungsentscheidungen von Familienunternehmen wirtschaftliche Überlegungen zu möglichst kostenoptimalen Finanzierungen einfließen. Neben diese finanziellen Aspekte fließen auch die Familienunternehmen eigenen Charakteristika ein. Dabei zeigen sich insbesondere die Auswirkungen der vorgestellten Eigenschaften Langfristorientierung und Wunsch nach Kontrollerhalt. Der Wunsch nach Verschwiegenheit variiert dabei je nach Unternehmenspolitik und gewähltem Finanzierungsinstrument und tritt somit stärker oder schwächer auf. Der Begriff der Risikoaversion sollte im Hinblick auf die Anwendbarkeit bei Familienunternehmen, wie zuvor aufgezeigt, durch Risikobewusstsein ersetzt werden. So gehen Familienunternehmen Risiken ein, jedoch auf Basis eines soliden Fundaments, welches Risiken in einem gewissen Ausmaß erlaubt. Neben die Eigenschaften von Familienunternehmen treten Faktoren, welche in bestehenden Untersuchungen tendenziell weniger Aufmerksamkeit erfahren: Diese sind externe Faktoren aus dem Finanzierungsumfeld. Dazu gehören zum einen die Erfahrungen mit Kapitalgebergruppen in der Vergangenheit, bspw. während der Finanzkrise in den Jahren 2008 und 2009, welche zu einer stärkeren Aufmerksamkeit und zu einem Umdenken in Familienunternehmen bzgl. der Unternehmensfinanzierung führte. Zum anderen hat die Entwicklung des Finanzierungsumfelds entscheidenden Einfluss auf die Finanzierung von Familienunternehmen. Dieses unterliegt gerade über die letzten Jahre einem starken Wandel, bspw. durch

stringentere Kreditvergabepolitiken durch Kreditinstitute, der Entwicklung der Banken zu Finanzintermediären und dem Aufkommen kapitalmarktorientierter Produkte, an welche sich Familienunternehmen anpassen, bzw. welche sie als Auslöser für die Suche nach Finanzierungsalternativen nehmen.

Diese drei Aspekte – wirtschaftliche Ziele, interne Eigenschaften von Familienunternehmen und externe Faktoren – konnten als Treiber hinter einer Finanzierungsentscheidung identifiziert werden und begründen letztlich die Motivation einer Finanzierung. Vor den unternehmenstypspezifischen Eigenschaften und den Anforderungen an ihre Finanzierung weisen Familienunternehmen eine Präferenz verschiedener Finanzierungsinstrumente bzw. eine Pecking-Order auf. Nach deren Gesichtspunkten erfolgt also die Wahl eines oder mehrerer bestimmter Finanzierungsinstrumente (siehe Abbildung 20).

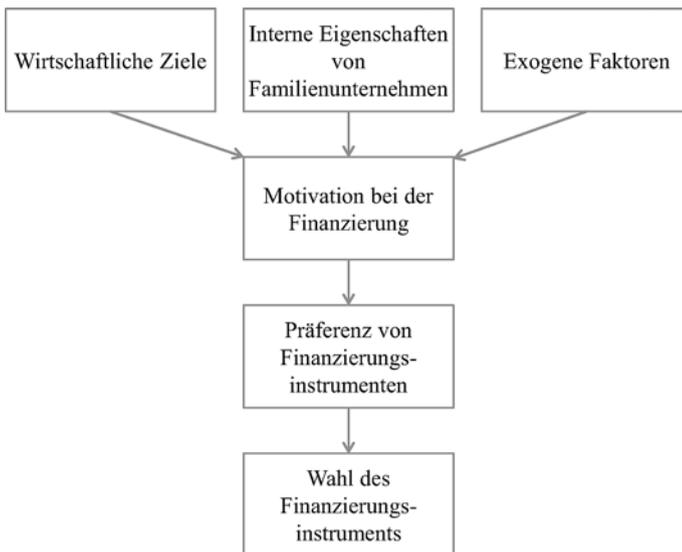


Abbildung 20: Theorie zur Finanzierung von Familienunternehmen [Quelle: eigene Darstellung]



---

## 7 Fazit und Ausblick

Die Forschungsarbeit führte zu einem ausgedehnten Spektrum an Ergebnissen. Abschließend sollen die zentralen Resultate dargestellt werden. Für einen tiefgehenden Praxisbezug zeigt Kapitel 7.2 Empfehlungen an andere Familienunternehmen, für die privat platziertes Fremdkapital eine Finanzierungsalternative darstellt, auf. Abschließend wird in den Kapiteln 7.3 und 7.4 auf die Limitationen der Arbeit sowie auf die Ausblicke für Forschung und Praxis eingegangen.

### 7.1 Zusammenfassung der Ergebnisse

In der Forschungsarbeit fand eine ausgedehnte Untersuchung der Finanzierung von Familienunternehmen mit privat platziertem Fremdkapital statt. Aus der empirischen Untersuchung mit sieben Fallstudien konnten Hypothesen abgeleitet, sowie eine Theorie zur Finanzierung von Familienunternehmen gebildet werden. Dabei ergaben sich verschiedene zentrale Ergebnisse.

Als wichtige Erkenntnis lässt sich festhalten, dass die Eigenschaften von Familienunternehmen auch in deren Finanzierung zum Tragen kommen. Dabei zeigen sich als Finanzierungscharakteristika insbesondere eine Präferenz von Finanzierungsinstrumenten mit langjähriger Fristigkeit, sowie die Wahl ebener Instrumente, mit welchen die Kontrolle in der Familie bzw. im Management des Familienunternehmens verbleibt, bzw. die Unabhängigkeit des Unternehmens sichergestellt ist. Für einzelne Finanzierungslösungen selbst stellt sich in Familienunternehmen ein gewisses Risikobewusstsein ein, welches sich darin äußert, dass Finanzierungsverträge dergestalt gewählt werden, dass der Ausfall einer einzelnen Finanzierung das Gesamtunternehmen nicht gefährdet. Die Annahme einer grundsätzlichen Risikoaversion von Familienunternehmen, wie oftmals angeführt, greift jedoch nicht, da Familienunternehmen auf Basis einer stabilen Finanzierung durchaus Risiken eingehen. Im Hinblick auf die Eigenschaft Verschwiegenheit ergibt sich ein gemischtes Bild bzw. unter-

schiedliche Verschwiegenheitsgrade in den einzelnen Familienunternehmen. So scheinen Familienunternehmen, welche Schuldscheindarlehen für die Finanzierung heranziehen, einen größeren Wunsch nach Intransparenz zu zeigen als solche, die privat platzierte Anleihen oder USPPs einsetzen.

Die Entscheidung für privat platziertes Fremdkapital ist geprägt von Änderungen im Finanzierungsumfeld, denen Familienunternehmen mit alternativen Finanzierungsformen begegnen, welche ihren Anforderungen und Eigenschaften entsprechen. Neben den identitätsstiftenden Eigenschaften von Familienunternehmen und externen Einflussfaktoren sind wirtschaftliche Überlegungen in der Wahl von privat platziertem Fremdkapital nicht zu vernachlässigen. So haben die Gesamtkosten einer Finanzierung erheblichen Einfluss bei einer Finanzierungsentscheidung.

Privat platzierte Fremdkapitalinstrumente stellen für Familienunternehmen eine ideale Finanzierungsalternative dar, da zum einen relativ günstige Konditionen erreichbar sind, aber auch längere Laufzeiten abbildbar sind, welche mit klassischen Finanzierungslösungen, wie Bankkrediten, oftmals nicht in der Form möglich sind. Da auch weitere Anforderungen von Familienunternehmen, wie die Möglichkeit, vollständige Kontrolle über das Unternehmen auszuüben, die Abhängigkeit von einzelnen Kapitalgebern zu minimieren, die Zusammensetzung des Investorenkreises zu kontrollieren und, wenn dies so gewünscht wird, Verschwiegenheit über die Finanzierung zu wahren, erfüllt sind, kommt diese Finanzierungsform dem Wesen von Familienunternehmen in ihrer Finanzierung entgegen.

Mit diesen Erkenntnissen konnte letztlich die Theorie zur Finanzierung von Familienunternehmen erweitert und ein Beitrag zur Schließung der Forschungslücke Finanzierung von Familienunternehmen mit privat platziertem Fremdkapital geleistet werden.

## 7.2 Empfehlungen an andere Familienunternehmen

### 7.2.1 Handlungsempfehlungen von Familienunternehmen

In den Gesprächen mit Vertretern der untersuchten Unternehmen wurden verschiedene Empfehlungen für eine Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital vorgetragen:

- So sollten die Finanzierungsbedingungen mit dem Arrangeur und den Investoren umfassend verhandelt werden. Dabei gilt es nicht nur Wert auf die tatsächlich zu entrichtenden Finanzierungskosten zu legen, sondern auch auf Finanzierungsnebenkosten, wie bspw. die Gebühren für den Arrangeur. Hier sehen Familienunternehmen großen Verhandlungsspielraum. Dazu ist be-

sonderes Augenmerk auf die Vertragsbestandteile zu legen. So stellen Kündigungsrechte für die Investoren und Covenants wesentliche Stellschrauben einer Finanzierung im Hinblick auf die unternehmerische Freiheit in der Folge sowie der Planbarkeit einer Finanzierung dar. So sind optimalen Covenants oder Kündigungsrechten höheres Gewicht in einer Verhandlung beizumessen als dem günstigsten Zinssatzes, wenn dessen optimale Festlegung zulasten der weiteren Vertragsinhalte geht.

- Als vorteilhaft gilt die Einbindung eines unabhängigen Beraters, welcher mit den Akteuren am Markt vertraut ist und tiefgreifenden Einblick in die zum Zeitpunkt der Finanzierung vorherrschenden Marktbedingungen hat. Damit kann letztlich die Kapitalmarkttransparenz für Familienunternehmen erhöht werden. Somit kann die Einschaltung eines Beraters für den Erfolg von Familienunternehmen in den Verhandlungen mit Kapitalgebern nachhaltig förderlich sein.
- Die Finanzierung sollte nicht aus einer Drucksituation heraus erfolgen, da eine solche erheblichen Einfluss auf die Ausgestaltung der Konditionen hat. Dies bedeutet, dass Familienunternehmen vorausschauend agieren sollten, um günstige Marktlagen auszunutzen, Dazu gehört auch, dass Finanzierungen rechtzeitig angestoßen werden, oder Kapitalbeschaffungsmaßnahmen sogar antizyklisch durchgeführt werden, wenn nicht unbedingt Kapital benötigt wird.
- Familienunternehmen sollten umfassende mittel- und langfristige Liquiditäts- und Finanzpläne aufstellen und diese konsequent pflegen und verbessern. Diese erlauben die genaue Finanzierungsbedarfsplanung und beugen Überraschungen bei auftretenden Änderungen der Finanzierungsrahmenbedingungen vor.
- Als weitere Empfehlung wird das Auferlegen eines eigenen Finanzierungsrahmens, innerhalb dessen sich das Management bewegen darf, gegeben. Dies bedeutet, dass Grenzen, bspw. zur Verschuldung, abgesteckt werden, die nicht überschritten werden. Eine solche interne Finanzierungsvereinbarung dient dazu, den Rahmen gegenüber Gesellschaftern, welche in geringerem Maße operativ eingebunden sind, abzustecken. Somit wird nicht nur Vertrauen in die Finanzierungspolitik hergestellt, sondern es werden ebenfalls unternehmensinterne Abläufe erleichtert. Zudem kann damit der Diskussionsaufwand zwischen Management und Gesellschaftern sowie innerhalb des Gesellschafterkreises reduziert werden.

## 7.2.2 Handlungsempfehlungen des Verfassers

Aus den Beobachtungen und Ergebnissen der empirischen Untersuchung lassen sich verschiedene Handlungsempfehlungen für Familienunternehmen, welche eine Finanzierung von Familienunternehmen in Betracht ziehen, ableiten:

- Das Management und die Gesellschafter sollten das eigene Unternehmen kritisch evaluieren. So sollte vor einer Finanzierung genauestens überprüft werden, ob das Unternehmen für eine Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital gerüstet ist. Hier stellt sich nicht nur die Frage, inwiefern die vorhandene Professionalisierung in der Finanz- und Berichtsabteilung ausreicht. Die Überlegungen sollten vielmehr tiefer gehen. So ist kritisch zu hinterfragen, ob das Geschäftsmodell tragfähig und dafür geeignet ist, die Investoren zu überzeugen. Zudem sollte bewertet werden, ob die Reputation des eigenen Unternehmens ausreichend ist, um die gewünschten Investoren zu einer Kapitalbereitstellung zu bewegen.
- Gegenüber den Investoren sollte eine weitgehend offene Informationspolitik praktiziert werden. Die Finanzierung umfasst eine möglichst umfassende Präsentation des Unternehmens in Richtung der Investoren. Dazu ist u. U. die Bereitschaft einer sich öffnenden Kommunikationspolitik vonnöten. Den Gesellschaftern muss bewusst sein, dass zunächst umfangreiche und vielleicht ungewohnte Werbemaßnahmen bis hin zu Roadshows notwendig sind, bei welchen detaillierte Fragen zum Unternehmen erfolgen, welche für Familienunternehmer in dieser Form neu sein können. Dabei kann es auch zu kritischen Fragen bzgl. der Unternehmensnachfolge und der Position einzelner Familienmitglieder im Unternehmen kommen. Somit ist ein Auseinandersetzen der Familie mit dem eigenen Unternehmen hinsichtlich eigener Stärken sowie Schwächen und der Nachfolgeregelungen nötig, wodurch eine wesentlich umfassendere Bestandsaufnahme, welche über reine Finanzierungsaspekte hinausgeht, nötig ist. Die Bereitschaft der Gesellschafter, diesem Informationsbedarf konsequent nachzukommen und die Bereitschaft für eine Finanzierung gemeinsam aufrechtzuerhalten, erscheint für die Finanzierung essenziell.
- Für eine kontinuierliche und zeitgerechte Bereitstellung von Unternehmensinformationen und -zahlen müssen die entsprechenden Controlling- und Berichtswesen-Strukturen geschaffen werden. Gerade weniger stark professionalisierte Familienunternehmen sollten auf eine, dem Berichtsaufwand angemessene Größe der Controlling- und Rechnungswesensabteilung achten und die dafür benötigte IT-Infrastruktur nicht vernachlässigen. Zudem ist es vorteilhaft, über rechtliche Expertise zum Verständnis und zur Ausgestaltung der Vertragswerke im Unternehmen zu verfügen oder zu-

mindest unmittelbaren Zugriff im direkten Unternehmensumfeld darauf zu haben.

- Es sollte darauf geachtet werden, Kontakte zu den entscheidenden Banken am Markt herzustellen und zu pflegen, da Kreditinstitute am Ende im Regelfall die Finanzierungen anbahnen, bzw. die Kontakte zu den Investoren von privat platziertem Fremdkapital herstellen. Gab es in der Vergangenheit negative Erfahrungen mit einzelnen Banken, sollte diesen gegenüber dennoch nicht dauerhaft die Unternehmenstüren verschlossen werden, um sich zukünftige Finanzierungsmöglichkeiten, gerade auch im Hinblick auf die Anschluss- oder Überbrückungsfinanzierung, nicht zu verbauen. Zudem ist insbesondere der Zugang zum US-amerikanischen Kapitalmarkt mit sehr großen Versicherungsunternehmen fast ausschließlich nur über deutsche Großbanken möglich.
- Die Höhe einzelner Finanzierungstranchen sollte im Hinblick auf ein mögliches Wegbrechen kritisch bewertet werden. So ist jederzeit darauf zu achten, dass genügend Finanzierungsalternativen oder eine ausreichende Kapitalunterlegung vorhanden sind, damit das Unternehmen bei einem Ausfall einer Finanzierungstranche im Fortbestand nicht gefährdet ist.
- Vor der Entscheidung für ein Finanzierungsinstrument sollte eine umfassende Auseinandersetzung mit den Risiken und möglichen Folgen stattfinden. Zur Unterstützung eignen sich hierfür insbesondere Erfahrungsberichte anderer Unternehmen sowie das Heranziehen eines externen, unabhängigen Finanzierungsberaters.
- Insbesondere der US-amerikanische Kapitalmarkt sollte hinsichtlich der gesetzlichen Bestimmungen und der Vertragsumfänge für USPPs nicht unterschätzt werden. Hierzu sind ein Auseinandersetzen mit möglichen rechtlichen Risiken, sowie eine tiefgreifende, des Marktes kundige Expertise notwendig. Diese kann entweder intern aufgebaut werden oder auch aus dem Unternehmensumfeld, in Person eines erfahrenden Beistands, herangezogen werden.
- Auf die Rechtsprechung und deren möglichen Änderungen sollte im Hinblick auf Modifikationen und Restriktionen in den vertraglichen Ausgestaltungsmöglichkeiten von privat platzierten Fremdkapitalinstrumenten kontinuierliches Augenmerk gelegt werden.

### 7.3 Limitationen

Ein Resultat der empirischen Untersuchung bestand darin, dass nur solche Familienunternehmen betrachtet wurden, welche fast ausschließlich positive Erfahrungen mit der Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital ge-

sammelt hatten. Dies war u. a. darauf zurückzuführen, dass die untersuchten Unternehmen während der Finanzierungsphasen eine positive wirtschaftliche Entwicklung nahmen. Hier wären weitere Untersuchungen wünschenswert, welche auf die Dynamik zwischen Kapitalnehmer und -geber im Falle einer Performanceverschlechterung des Familienunternehmens abzielen und hier insbesondere die Rolle der Familie beleuchten. Dabei sollte untersucht werden, inwiefern sich die, in der Forschungsarbeit grundsätzlich positiven, Sichtweisen auf privat platziertes Fremdkapital ändern.

Allgemein zeigte sich lediglich ein marginaler Einfluss der Familie auf die Finanzierung und umgekehrt. Hier könnte eine tiefergehende Betrachtung angeführt werden, welche noch stärker auf die Details der Beziehung zwischen Gesellschafterfamilie und Finanzierung abstellt, bspw. durch die Einbindung mehrerer Familienmitglieder je Unternehmen.

Die Möglichkeit für eine Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital ist auf Unternehmen bestimmter Größen beschränkt. So wies das kleinste untersuchte Unternehmen einen Jahresumsatz von ca. 100 Mio. EUR auf. Damit lässt sich festhalten, dass die in der Forschungsarbeit getroffenen Aussagen auf größere Familienunternehmen bezogen sind und die Anwendbarkeit auf kleinere Unternehmen eingeschränkt ist.

Letztlich fand in der Forschungsarbeit ein induktiver Forschungsprozess statt, welcher keinen Anspruch auf statistische Generalisierbarkeit erhebt. Hierfür wäre das Testen einiger oder aller vorgestellten Hypothesen im Rahmen von Untersuchungen mit größeren Stichproben notwendig und im Hinblick auf eine weitere Bearbeitung des Forschungsfeldes wünschenswert.

## 7.4 Ausblick

Es ist anzunehmen, dass die positive Entwicklung des Marktes für privat platziertes Fremdkapital auch über die nächsten Jahre anhält. Dazu tragen nicht zuletzt die Änderung des Finanzierungsumfeldes in den letzten Jahren sowie die Erwartung eines länger anhaltenden niedrigen Zinsniveaus bei, welches bestimmte Kapitalgebergruppen dazu anhält, ihr gesammeltes Kapital gewinnbringend in verschiedenen Anlageklassen zu investieren. Womöglich gerade aufgrund dieser Entwicklungen wurde vor kurzem die Entwicklung eines deutschen Marktes für Private Placements (German Private Placement) nach US-amerikanischem Vorbild, in welchem sich deutsche Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds als Investoren in Industrieunternehmen engagieren, angestoßen.<sup>501</sup> Hierbei wird es interessant sein, zu beobachten, ob und wie

---

501 Vgl. Paulus (2014a).

sich dieser Markt als Konkurrenz zum Markt für Schuldscheindarlehen und USPPs entwickelt. Doch auch der USPP-Markt stellt sich verstärkt auf deutsche Unternehmen ein. So werden zunehmend schlankere Verträge nach deutschem Recht unterlegt, womit sich die Attraktivität des Ganges an den US-amerikanischen Kapitalmarkt für deutsche Unternehmen weiter erhöhen soll.<sup>502</sup> Damit zeigt sich das Aufkommen eines regelrechten Wettbewerbs unterschiedlicher Finanzplätze um attraktive Emittenten, womit sich für diese in naher Zukunft keine Kapitalknappheit abzeichnen sollte.

Im Hinblick auf die Forschung ist zu vermuten, dass sich der Trend zu einer verstärkten Untersuchung alternativer Finanzierungslösungen auch in der Familienunternehmensforschung fortsetzt. Damit ist nicht zuletzt aufgrund des Bedeutungsgewinns von privat platziertem Fremdkapital und einer stärkeren Wahrnehmung in der Öffentlichkeit ein stärkeres Befassen mit dieser Finanzierungsform in der Wissenschaft zu erwarten.

---

502 Vgl. Krausser/Schulze (2014), S. 32.



---

# Anhang I: Interviewleitfaden

## A. Hintergrundinformationen

### 1. Informationen zum Interviewpartner

- Womit beschäftigen Sie sich im Unternehmen?
- Wie sind Sie zu Ihrer Stellung gekommen?

### 2. Informationen zum Unternehmen

- Wie ist die Historie des Unternehmens?
- Wie gestalten sich die Eigentumsverhältnisse?

### 3. Familienmitglieder im Unternehmen

- Welche Familienmitglieder sind im Unternehmen tätig?
- Welche Funktionen haben diese Familienmitglieder im Unternehmen?
- Wie werden im Normalfall Beschlüsse im Unternehmen gefasst?
- Welche Kontrollgremien gibt es im Unternehmen?
- Inwiefern besteht eine festgelegte Familienstrategie/-verfassung?

### 4. Finanzierung des Unternehmens

- Welche Anforderungen stellen Sie an Ihre Finanzierung im Allgemeinen?
- Welche Finanzierungsinstrumente nutzen Sie gegenwärtig?

## **B. Finanzierung von Familienunternehmen mit privat platziertem Fremdkapital**

### 1. Hintergrund zur Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital

- Ist/war Ihre Finanzierung über privat platziertes Fremdkapital die erste dieser Art?
- Seit wann nutzen Sie dieses Instrument?
- Was sind die Eckdaten zu dieser Finanzierung?

### 2. Prozess einer Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital

- Wie läuft der Prozess einer Begebung von privat platziertem Fremdkapital für Familienunternehmen ab?

### 3. Motivation für eine Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital

- Wie kam es zur Begebung des Finanzierungsinstruments?

### 4. Einfluss der Familie auf die Finanzierung

- Wie positionierte sich die Familie gegenüber der Finanzierung?
- Welche Konflikte gab es bei der Anbahnung und Durchführung der Finanzierung? Wie wurden diese Konflikte gelöst?

### 5. Voraussetzungen für eine Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital

- Was sind die Voraussetzungen für eine erfolgreiche Finanzierung über privat platziertes Fremdkapital aus Ihrer Sicht?

### 6. Herausforderung einer Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital

- Welche Problemstellungen gibt es bei der Wahl des Finanzierungsinstruments?

- Welche Risiken gibt es bei der Begebung von privat platziertem Fremdkapital für Familienunternehmen?

#### 7. Folgen einer Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital

- Welche Veränderungen gab es im Unternehmen nach der Aufnahme des privat platzierten Fremdkapitaltitels?

### **C. Bewertung von privat platziertem Fremdkapital und Alternativen**

#### 1. Vergleich privat platzierter Fremdkapitalinstrumente

- Warum haben Sie sich für genau dieses privat platzierte Finanzierungsinstrument entschieden und nicht für ein anderes?

#### 2. Alternative Finanzierungsmöglichkeiten

- Warum haben Sie sich für diese Finanzierungsform entschieden und nicht für Alternativen?

#### 3. Erfahrungen mit privat platziertem Fremdkapital

- Welche Erfahrungen haben Sie mit dieser Finanzierungsform gemacht?

#### 4. Eignung von privat platziertem Fremdkapital für Familienunternehmen

- Warum ist privat platziertes Fremdkapital besonders für Familienunternehmen geeignet?
- Würden Sie wieder eine solche Finanzierung vornehmen? Würden Sie privat platziertes Fremdkapital grundsätzlich anderen Familienunternehmen empfehlen?

### 5. Einordnung von privat platziertem Fremdkapital in eine Hackordnung

- Welche Präferenz ordnen Sie verschiedenen Finanzierungsinstrumenten bei der Unternehmensfinanzierung zu?

## **D. Empfehlungen und offene Punkte**

### 1. Empfehlungen und Ausblick

- Welche Empfehlungen würden Sie anderen Familienunternehmen geben, welche sich eine Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital überlegen?

### 2. Offene Punkte/Ergänzungen

- Welche weiteren Anmerkungen haben Sie?

---

## Anhang II: Darstellung der Unternehmensfallstudien

### Mechatronik GmbH

#### *Verwendete Quellen:*

- *Interview mit dem CEO der Mechatronik GmbH am 16.05.2014*<sup>503</sup>
- *Interview mit dem CFO der Mechatronik GmbH am 16.05.2014*<sup>504</sup>
- *Unternehmensinformationen aus dem Internetauftritt*
- *Presseberichte über die Mechatronik GmbH*
- *Informationen aus dem Bundesanzeiger*

#### 1 Historie und Unternehmensinformationen

Die Mechatronik GmbH wurde zu Beginn des 20. Jahrhunderts gegründet und befindet sich mittlerweile in dritter Generation. Im Süden Deutschlands angesiedelt, erwirtschaftete der Automobilzulieferer für mechatronische Komponenten im Jahre 2013 mit knapp 7.000 Mitarbeitern einen Umsatz von ca. 1,1 Mrd. EUR. Mit einem Marktanteil von über 20 % in der Branche zählt die Mechatronik GmbH zu den bedeutendsten Anbietern am Markt.

Am Unternehmen sind zwei Familien mit je 50 % beteiligt. Dabei ist eine Familie mit einem Mitglied im Vorstand vertreten. Weitere Familienmitglieder beider Familien sind in Tochtergesellschaften des Konzerns beschäftigt. Als zusätzliche Gremien ist zum einen ein erweiterter Geschäftsführerkreis, in welchem strategische Entscheidungen getroffen werden, installiert. Diesem gehören die drei Geschäftsführer der Unternehmensgruppe sowie drei weitere hochrangige Firmenangehörige an. Zum anderen wurde im Rahmen eines Investoreneinstiegs Mitte der 1990er Jahre ein Beirat gegründet, welcher auch nach Ausscheiden des Investors zu Beginn des neuen Jahrtausends weiterhin besteht.

---

503 Vgl. Mechatronik GmbH, CEO (16.05.2014).

504 Vgl. Mechatronik GmbH, CFO (16.05.2014).

Diesem Gremium gehören je ein Mitglied der beiden Gesellschafterfamilien und vier familien- und unternehmensfremde Persönlichkeiten an.

Im Hinblick auf die Gesellschafterpolitik wurde eine Familienverfassung festgeschrieben, welche sowohl die Ausschüttungspolitik reglementiert als auch Bestimmungen für Weitergabe und Veräußerungen von Anteilen am Unternehmen beinhaltet. Dabei sind zwar keine Richtlinien im Hinblick auf die Unternehmensfinanzierung festgehalten, jedoch herrscht sowohl in der Geschäftsführung als auch im Beirat ein gemeinsames Grundverständnis der Finanzierungsstrategie, welche im Wesentlichen das Ziel einer Begrenzung der Nettoverschuldung vorsieht.

## 2 Hintergrund Finanzierung

Der Finanzvorstand der Mechatronik GmbH gehört nicht der Familie an. Er trat im Jahre 1989 dem Unternehmen bei und erhielt seine heutige Position zu einem späteren Zeitpunkt. Im Wesentlichen setzt das Unternehmen für den kurzfristigen Kapitalbedarf Kreditlinien und für die langfristige Finanzierung Bankkredite sowie Schuldscheindarlehen ein.

Als Anforderungen für die Finanzierung gelten, dass diese günstig, stabil und langfristig angelegt sein soll. Zudem wird versucht, Fremdmittel nur von AAA-gerateten Banken aufzunehmen. Der eingebundene Bankenkreis selbst ist durch die Definition bestimmter Kernbanken auf einige wenige Teilnehmer beschränkt. Die Mechatronik GmbH hat einen eigenen Finanzierungsvertrag bzw. Kernbankenvertrag mit eigenen Konditionen entwickelt, welcher die allgemeinen Geschäftsbedingungen der Hausbanken ausschließt. In der Folge sind nur solche Banken Partner des Unternehmens, welche diesen Vertrag akzeptieren und unterzeichnen. Dies führte dazu, dass in der Vergangenheit Banken, welche diesen Vertrag nicht akzeptierten, trotz einer seit langem bestehenden Geschäftsbeziehung ausschieden. Als Grund für diesen Vertrag wird die Gleichbehandlung aller Hausbanken genannt. Ein wesentlicher Bestandteil der haus-eigenen Kreditrahmenvereinbarung sind Covenants. Dabei ist geregelt, dass nur dann ein Kündigungsrecht von Seiten der Gläubiger besteht, wenn die Covenants gebrochen werden. Kurzfristige Kreditlinien hingegen können nur mit einer Frist von drei Jahren gekündigt werden. Ungeachtet der Finanzierungsform vermeidet die Mechatronik GmbH die Besicherung von Verbindlichkeiten.

Dem Unternehmen eigen ist eine gewisse Risikoaversion hinsichtlich der Finanzierung. Eine recht häufig angewandte Strategie ist die des Joint Ventures zur Erschließung neuer Märkte oder Produkte. Bei positiver Entwicklung werden dann die verbleibenden Anteile vom Partnerunternehmen erworben. Dies ist in der Vergangenheit jedoch nur dann geschehen, wenn die Finanzierung

gesichert war, »das heißt mit anderen Worten, wir hätten es nicht getan, wenn die Finanzierungsmittel nicht dagewesen wären.«<sup>505</sup> Eine gewisse Risikoaversion zeigt sich auch bei Investitionsentscheidungen. Hier wird i. d. R. genau abgewogen, ob eine zusätzliche Verschuldung aufgebaut oder auf die Wachstumschance verzichtet wird.

### 3 Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital

Die Mechatronik GmbH begab erstmals im Jahre 2010 ein Schuldscheindarlehen über ein Volumen von 75 Mio. EUR. Zwei Jahre später erfolgte eine weitere vorerst letzte Aufnahme eines Schuldscheindarlehens über ein Volumen von 35,5 Mio. EUR. Beide Emissionen sind in drei Tranchen mit Laufzeiten von drei, fünf und sieben Jahren mit einer Stückelung von 500.000 EUR unterteilt. Weitere Vertragsbedingungen orientieren sich am vordefinierten Kernbankenvertrag, sodass die Schuldscheindarlehen unbesichert sind und Covenants entsprechend der dort festgeschriebenen Vereinbarungen gelten. Die Investoren sind externe, also nicht dem Kernbankenkreis zurechenbare, Privatbanken und Sparkassen. Als Gläubiger ausgeschlossen sind Industrieunternehmen, private Geldanleger und Family Offices sowie weitere Investoren, welche nicht an das Kreditwesengesetz gebunden sind. Eine Abtretung des Darlehens ist weitestgehend ausgeschlossen. Ferner ist festgeschrieben, dass die Mechatronik GmbH jederzeit darüber informiert ist, wer die Gläubiger sind. Beide Schuldscheindarlehen wurden von einer der marktführenden Landesbanken arrangiert, wobei diese auch selbst als Investor auftritt.

#### *Motivation*

Vor dem Hintergrund der Übernahme der restlichen Anteile an einem Joint Venture wies die Mechatronik GmbH im Jahre 2010 einen hohen Kapitalbedarf auf. Die Kernbanken signalisierten eine geringe Bereitschaft für ein weiteres Engagement, boten allerdings einen »Strauß an [Finanzierungs-]Möglichkeiten«<sup>506</sup> an. Generell sieht sich die Mechatronik GmbH durch wechselhafte Kreditvergabepolitiken der Banken in ihrer Planungssicherheit eingeschränkt. Es besteht der Eindruck, dass sich viele Banken auf kurzfristige Erlöse in Form von Provisionen konzentrieren und das Interesse an langfristigen Kapitalüberlassungen nachlässt. Schon seit längerer Zeit war das Familienunternehmen mit einem Finanzberater in Kontakt, welcher das Schuldscheindarlehen als alternative Finanzierungsmöglichkeit empfahl. Dieser Finanzberater stellte

---

505 Mechatronik GmbH, CEO (16.05.2014).

506 Mechatronik GmbH, CEO (16.05.2014).

schließlich das Schuldscheindarlehen im Rahmen eines zweitägigen Workshops detailliert vor. Da dieser die Anforderungen an die Finanzierung – günstig und langfristig – am besten deckte, fiel schließlich im Beirat der Entschluss für eine solche Finanzierungslösung mit dem zusätzlichen Vorteil einer raschen und relative unkomplizierten Abwicklung. So dauerte der gesamte Umsetzungsprozess in beiden Fällen nicht länger als 10 Wochen.

Die Mechatronik GmbH hatte insbesondere hohes Interesse an langen Laufzeiten von sieben Jahren. Hier war jedoch die Nachfrage von Gläubigerseite am geringsten, was im Falle des zweiten Schuldscheindarlehens dazu führte, dass das anvisierte Volumen nicht erreicht wurde. Im Falle des ersten Schuldscheindarlehens war ursprünglich ein geringeres Volumen geplant. Da die Emission jedoch dreifach überzeichnet war und die Konditionen sehr attraktiv waren, entschied sich die Mechatronik GmbH zu einer Erhöhung des Volumens. Somit kam letztlich dem Kostenaspekt in der Motivation entscheidende Bedeutung zu.

Als weitere Motivation für das Schuldscheindarlehen zeigte sich der Wille zum Kontrollerhalt über die Finanzierung. So wollte die Mechatronik GmbH sowohl Club Deals als auch Konsortialkredite vermeiden, weil hier nach Ansicht des Vorstands »ein Stück Steuerung aus der Hand«<sup>507</sup> gegeben wird. Dagegen sieht sich die Mechatronik GmbH bei einem Schuldscheindarlehen in einer stärkeren Position. Zudem ist es dabei möglich, den Investorenkreis weitestgehend zu bestimmen. So wurden verschiedene Gläubigergruppen, wie zuvor beschrieben, vor dem Hintergrund ausgeschlossen, so eine möglichst große Verschwiegenheit über Unternehmens- und Finanzierungsdetails zu bewahren. Die Mechatronik GmbH sieht unter Banken und Versicherungen eine höhere Verschwiegenheitskultur als dies bei Gläubigern, wie Privatpersonen oder Industrieunternehmen der Fall wäre. Generell sollte der Gläubigerkreis möglichst klein sein, um eine Streuung von Unternehmensinformationen zu vermeiden. Gerade als Automobilzulieferer mit 10 bis 20 Kunden sieht das Familienunternehmen nicht die Notwendigkeit, an die Öffentlichkeit zu treten, wobei sich diese Herangehensweise aufgrund von Mitarbeiterwerbung vor dem Hintergrund des Fachkräftemangels und von neuen Produkten, welche an einen breiteren Abnehmerkreis gerichtet sind, zumindest im Hinblick auf die Veröffentlichung von Unternehmensinformationen ändert.

Mit Schuldscheindarlehen sieht die Mechatronik GmbH des Weiteren die Möglichkeit der Erhöhung von unternehmerischer Freiheit. Zum einen können durch diese Alternative zum Bankkredit, Kreditlinien der Banken freier gehalten, d. h. weniger ausgelastet werden, womit schneller auf Investitionsmöglichkeiten reagiert werden kann. Zum anderen sieht das Unternehmen den

---

507 Mechatronik GmbH, CFO (16.05.2014).

Vorteil einer geringeren Mitsprache bzw. Einmischung der Schuldscheingläubiger. Während bei einem Schuldscheindarlehen über die Laufzeit relativ wenig Kontakt zu den Gläubigern besteht, ergibt sich gegenüber den Kernbanken ein hoher Kommunikations- und Rechtfertigungsbedarf, insbesondere dann wenn neben langfristigen Krediten Kreditlinien zur Verfügung gestellt werden.

#### *Einfluss der Familie*

Im Hinblick auf die Finanzierung mittels Schuldscheindarlehen ist der Einfluss der Familie sehr gering. Vielmehr wurde das Finanzierungskonzept von der Finanzabteilung um den CFO ausgearbeitet und von den Gesellschaftern so akzeptiert. Der Einfluss der Familie lässt sich vielmehr an den allgemeinen Finanzierungsgrundsätzen, wie zuvor beschrieben, erkennen. So sollten die Kosten möglichst gering sein und eine zu große Offenlegung sollte vermieden werden. Da diese Kriterien mit dem Schuldscheindarlehen als erfüllt angesehen wurden, stand die Familie der Finanzierung positiv gegenüber und ging diesen Schritt mit. So gab es weder Konflikte noch Befürchtungen hinsichtlich negativer Auswirkungen durch das neue Finanzierungsinstrument.

#### *Voraussetzungen für eine erfolgreiche Finanzierung mit Schuldscheindarlehen*

Als Voraussetzung für eine erfolgreiche Platzierung wird der Zeitpunkt, also die Marktlage, gesehen, zu welchem die Finanzierung stattfindet. Aus diesem Grund führte die Mechatronik GmbH auch die zweite Emission im Jahre 2012 durch. Obwohl kein Kapitalbedarf bestand, wurden die günstigen Konditionen genutzt, um schlechteren Konditionen in einer schlechteren Finanzmarktlage vorzubeugen.

Als weitere Voraussetzungen gelten das Geschäftsmodell und die Reputation. Insbesondere wenn Gläubiger durch eine richtige und überzeugende Darstellung des Unternehmens im Unternehmensprofil davon überzeugt sind, dass dieses langfristig auf sicheren Beinen steht, sollte nach Meinung der Mechatronik GmbH eine Emission gelingen. Hierzu gehören auch positive Beziehungen zu Banken bzw. Kapitalgebern, welche dadurch zustande kommen, dass sich diese auf Aussagen des Familienunternehmens verlassen können. Hierzu ist eine langfristige Geschäftsbeziehung oder eine lange Existenz des Unternehmens hilfreich, in welcher die Seriosität immer wieder unter Beweis gestellt werden kann. Eine gewisse Bonität wird als Grundvoraussetzung betrachtet, mit welcher ein Schuldscheindarlehen überhaupt erst möglich ist.

#### *Herausforderungen einer Finanzierung mit Schuldscheindarlehen*

Eine Herausforderung für die Mechatronik GmbH besteht in ihrer Branche und dem damit verbundenen Finanzierungsrisiko. Als Automobilzulieferer steht sie konjunkturabhängig stark schwankenden Positionen der Gläubiger gegenüber.

Hinzu kommt ein großer (Preis-)Druck von Seiten der OEMs wodurch sich bei einigen Investoren eine Zurückhaltung zur Kapitalbereitstellung feststellen lässt.

Als größtes Risiko einer Schuldscheinfinanzierung wird der Covenant-Bruch gesehen. Sollte dieser erfolgen, kann dies zu einem Ausfall eines Gläubigers kommen, falls die Konditionen nicht neu verhandelt werden. Das Risiko, dass Schuldschein-Investoren schwerer zugänglich sind und weniger einfach mit ihnen kommuniziert werden kann, als dies bei einer Hausbankbeziehung der Fall ist, wird nicht gesehen. Die Anschlussfinanzierung wird als geringes Risiko eingestuft. Zwar ist sich die Mechatronik GmbH bewusst, dass durch die endfällige Struktur bei einer schlechten Marktlage das Schuldscheindarlehen nicht zweifelsfrei durch eine Kreditlinie zwischenfinanziert werden kann, jedoch sieht sich das Familienunternehmen mit einer mittelfristigen, fünfjährigen Finanzplanung gut gerüstet, dieses Risiko zu minimieren. Darüber hinaus stünden auch die Gesellschafter für eine Finanzspritze bereit, sollte ein Finanzbedarf kurzfristig nicht gedeckt werden können.

#### *Folgen einer Finanzierung mit Schuldscheindarlehen*

Als Folge der Finanzierung konnte keine Veränderung im Verhältnis zu den Kernbanken festgestellt werden. Diese standen der Finanzierung sogar eher positiv gegenüber, da sich somit das eigene Engagement beschränkte. Eine Veränderung ergab sich durch ein regelmäßigeres Reporting durch die Mechatronik GmbH. Dabei fanden in der Disziplin selbst nur geringfügige Änderungen statt. So muss die Bestätigung eines neutralen Dritten, in diesem Falle eines Wirtschaftsprüfers, eingeholt werden, dass die Covenants eingehalten werden. Dieser Bericht wird an den Arrangeur und die Gläubiger weitergegeben.

#### 4 Bewertung und Alternativen von privat platziertem Fremdkapital

Im Gegensatz zu einer Finanzierung über eine Mittelstandsbörse wird das Schuldscheindarlehen als vorteilhaft angesehen, da bei diesem geringere Offenlegungspflichten vorherrschen. Ein USPP wird von der Mechatronik GmbH zwar als interessant eingestuft, da hier Laufzeiten von bis zu 15 Jahren abbildbar sind, wodurch der langfristigen Ausrichtung des Unternehmens hätte Rechnung getragen werden können. Jedoch ist dieses Instrument mit einem höheren Aufwand verbunden. So ist die Dokumentation umfangreicher und der Vertrieb mit Roadshows zur Ansprache der internationalen, zumeist amerikanischen Investoren ebenfalls umfassender. Zudem hat die Mechatronik GmbH Bedenken hinsichtlich der Investoren selbst, da zum einen bei einem USPP die Investoren zumeist sehr große, anonyme Kapitalgeber sind und zum anderen eine um-

fangreiche Öffentlichkeitsarbeit, die über die Roadshows hinausgeht, als Voraussetzung für eine erfolgreiche Platzierung gesehen wird. Somit sieht die Mechatronik GmbH dieses Instrument zwar als interessante Alternative, bevorzugt jedoch das Schuldscheindarlehen aufgrund der Einfachheit und des geringen Aufwands. Ebenfalls interessant ist ein Private Placement, welches bei (deutschen) Versicherungen aufgenommen wird, da hier ebenfalls lange Laufzeiten abbildbar sind. Bei diesem sind der Mechatronik GmbH jedoch die Auflagen zu strikt, da Versicherungsunternehmen Covenants fordern, welche strenger sind als die, welche das Familienunternehmen in seinen bestehenden Darlehensverträgen aufgenommen hat. Somit ergibt sich zum einen ein unnötiges Risiko, wenn auf die strengeren Covenants eingegangen wird, bei welchen ein Bruch früher auftritt und zum anderen würden auf diese Weise Gläubiger bessergestellt werden, was im Hinblick auf das Management und die Akzeptanz der anderen Investoren kritisch gesehen wird.

Die Mechatronik GmbH sieht das Schuldscheindarlehen als besonders geeignet für Familienunternehmen an. Zum einen kann die Kommunikation »flach gehalten«<sup>508</sup> werden – durch Bestimmung des Investorenkreises und relativ geringen Offenlegungspflichten und zum anderen erscheint dieses Instrument speziell für ein Unternehmen des gehobenen Mittelstands ideal, da die geforderten Finanzierungsvolumina, welche unter denen einer börsennotierten Anleihe liegen, abgebildet werden können.

Aufgrund der guten Erfahrungen mit diesem Finanzierungsinstrument würde die Mechatronik GmbH wieder eine derartige Finanzierung vornehmen. Gerade wenn der Finanzierungsprozess einmal durchschritten wurde, ist eine erneute Emission aufgrund der bereits vorhandenen und nur noch wenig zu modifizierenden Vorarbeiten, wie einem Unternehmensprofil, mit geringem Aufwand verbunden.

#### *Empfehlungen an andere Familienunternehmen*

Für eine solide Unternehmensfinanzierung wird ein ausgewogener Finanzierungsmix als notwendig erachtet. Es sollte kein zu starker Fokus auf ein bestimmtes Finanzierungsinstrument gelegt werden. So sollte die kurzfristige Finanzierung über Kreditlinien sichergestellt werden sowie ungebundene Eigenmittel in ausreichender Form zur Verfügung stehen. Als dritte Säule wird ein Finanzierungsinstrument, wie das Schuldscheindarlehen, welches langfristig ausgelegt und nicht sofort kündbar ist, gesehen.

Speziell auf das Schuldscheindarlehen bezogen, wird geraten, besonderen Wert auf die Einhaltung der Covenants zu legen, um keine negativen Reaktionen der Gläubiger zu erzeugen. Im Hinblick auf das Arrangement sollte »hart ver-

---

508 Mechatronik GmbH, CFO (16.05.2014).

handelt«<sup>509</sup> werden, um Gebühren möglichst gering zu halten. Die Mechatronik GmbH schlägt hier eine vom platzierten Volumen abhängige Provision für die arrangierende Bank vor.

#### *Präferenz verschiedener Finanzierungsinstrumente*

Hinsichtlich der Präferenz von Finanzierungsinstrumenten steht Gesellschafterkapital, in Form einer Gewinnthesaurierung oder von Darlehen, an erster Stelle. Darauf folgt zum einen die Kreditlinie bei definierten Kernbanken zur Deckung des schwankenden, kurzfristigen Kapitalbedarfs. Zum anderen werden für die langfristige Finanzierung Schuldscheindarlehen und Bankkredite gleichermaßen bevorzugt. Eine interessante Alternative, welche ebenfalls in Erwägung gezogen wird, ist das Factoring. Weitere Finanzierungsformen, wie Mezzaninkapital oder fremdes Eigenkapital, werden ausgeschlossen.

## Zulieferer GmbH

#### *Verwendete Quellen:*

- Interview mit dem CFO der Zulieferer GmbH am 14. 04. 2014<sup>510</sup>
- Unternehmensinformationen aus dem Internetauftritt
- Informationen aus dem Internetauftritt des Instituts der Zulieferer GmbH
- Unternehmensfilm über die Zulieferer GmbH<sup>511</sup>
- Informationen aus dem Bundesanzeiger

### 1 Historie und Unternehmensinformationen

Die Zulieferer GmbH mit Stammsitz im Süden Deutschlands wurde Ende des 19. Jahrhunderts gegründet. Der Hersteller von Zulieferteilen ist einer der Marktführer in Deutschland und Europa mit Abnehmern aus dem gewerblichen und privaten Bereich. Der Umsatz des Unternehmens betrug im Jahre 2012 weit über 1,0 Mrd. EUR wobei das Unternehmen seit Jahren unter Anwendung einer Mehrmarkenstrategie einen kontinuierlichen Wachstumskurs zeigt. Mehr als 5.000 Mitarbeiter sind bei der Zulieferer GmbH beschäftigt, wobei die Mehrzahl in Deutschland tätig ist.

Derzeit sind zwei Familienmitglieder in leitender Position im Unternehmen aktiv. Während das Familienmitglied aus der vorherigen Generation Vorsit-

---

509 Mechatronik GmbH, CEO (16.05.2014).

510 Vgl. Zulieferer GmbH, CFO (14.04.2014).

511 Vgl. Zulieferer GmbH (2014).

zender des Beirates ist, bekleidet der Sohn die Position des Vorsitzenden der Geschäftsführung. Das Unternehmen befindet sich vollständig in Familienbesitz, wobei sich die Anteile auf die beiden im Unternehmen tätigen Familienmitglieder verteilen.

Ein besonderer Wert wird auf Nachhaltigkeit gelegt, was sich durch die Gründung eines Instituts mit Schwerpunkt auf Gesundheit, Umwelt und Nachhaltigkeit zeigt. Zudem ist das Unternehmen Mitglied in verschiedenen Vereinigungen, welche sich nachhaltiges Verhalten und Wirtschaften zum Ziel gesetzt haben.

## 2 Hintergrund Finanzierung

Der Finanzvorstand des Unternehmens gehört nicht der Familie an und kam Mitte der 2000er Jahre aus der Automobilindustrie in das Unternehmen. Die Zuliefer GmbH setzt im Rahmen ihrer Finanzierung Schuldscheindarlehen, langfristige Bankkredite sowie kurzfristige Finanzierungslösungen in Form von Kreditlinien ein.

Zu den Finanzierungszielen zählen zum einen eine langfristig ausgerichtete, stabile Finanzierung sowie eine Finanzierung des saisonal stark schwankenden Geschäfts mittels kurzfristiger Finanzierungslösungen wie Kreditlinien, durch die (Haus-)Banken. Als entscheidend wird unter dem Aspekt der Minimierung des Finanzierungsrisikos die Streuung der Fälligkeiten langfristiger Darlehen angesehen. So sollten die Fälligkeiten langfristiger Darlehen mindestens 2,5 Jahre auseinanderliegen. Hinzu kommt eine strikte Volumenbegrenzung der Darlehen auf maximal 30 bis 40 Mio. EUR, wodurch bei Verweigerung einer neuen Tranche seitens der Kapitalgeber der Ausfall mittels Prolongation und operativer Maßnahmen kompensiert werden könnte. Ziel ist, keine Finanzierung aufzuweisen, die das Unternehmen als Ganzes gefährden könne. Dieses Vorgehen ist auf den Wunsch der Gesellschafter zurückzuführen, welche sich nach einer wirtschaftlich schlechteren Phase in der Vergangenheit einer versuchten starken Einflussnahme von Seiten der Banken gegenübersehen. Daraufhin wurde als Finanzierungsziel ausgegeben, zu jedem Zeitpunkt so strukturiert zu sein, dass eine Einflussnahme seitens der Kapitalgeber nahezu ausgeschlossen ist. So bemerkt der CFO der Zuliefer GmbH: »Die Gesellschafter haben den klaren Fokus, so viel Wasser unter dem Kiel zu haben, dass ihnen kein Finanzierungspartner Vorschriften machen kann.«<sup>512</sup> In der Folge wird darauf verzichtet, auf Kosten der Unabhängigkeit und Risikostreuung eigentlich teurere, bestehende Finanzierungen durch kostengünstigere Finanzierungen ab-

---

512 Zuliefer GmbH, CFO (14.04.2014).

zulösen, mit welcher das gewünschte Fälligkeitsprofil und Volumen nicht abgebildet werden kann.

Im Hinblick auf die Außendarstellung des Unternehmens wird möglichst vermieden, mit Finanzkennzahlen oder der Finanzierung an die Öffentlichkeit zu gehen. Abgesehen von den Veröffentlichungen im Bundesanzeiger werden keine Informationen weitergegeben. Jedoch wird im Austausch mit den Hausbanken eine recht hohe Transparenz gewährt, da die Managementberichte quartalsweise an die Banken weitergegeben werden. Zum einen reduziert dies den Verwaltungsaufwand sowie die Komplexität und zum anderen wird so Vertrauen gegenüber Gläubigern erarbeitet, da diese über Schwachpunkte oder Unregelmäßigkeiten informiert sind, womit letztlich eine vereinfachte Diskussion über die (zukünftige) Finanzierung stattfinden kann.

### 3 Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital

Die Zuliefer GmbH finanzierte sich erstmals im Jahre 2008 mittels eines Schuldscheindarlehens mit 7-jähriger Laufzeit und einem Volumen von 40 Mio. EUR. Arrangiert wurde das Schuldscheindarlehen durch eine Landesbank, welche als Investor mehr als 10 % des Volumens hält. Andere Investoren sind hauptsächlich Sparkassen, aber auch deutsche Privatbanken und eine internationale Bank.

Der Darlehensvertrag ist mit einem Umfang von drei Seiten sehr kurz gehalten und umfasst keine Kündigungsrechte, außer wenn die Covenants, welche gleich den sonstigen im Hause eingesetzten Finanzierungsinstrumenten sind, verfehlt werden. Darüber hinaus ist das Schuldscheindarlehen unbesichert und kann an andere Investoren abgetreten werden, jedoch nur an solche, welche den Bestimmungen des Kreditwesengesetzes unterliegen. Damit soll ausgeschlossen werden, dass Investoren ohne Banklizenz, wie bspw. einige Hedge-Fonds, als Gläubiger auftreten können.

#### *Motivation*

Die Motivation hinter der Finanzierung über ein Schuldscheindarlehen ergab sich aus dem Bestreben nach einer langfristigen Finanzierung über sieben Jahre. Eine solche Finanzierung war über Bankkredite zum Zeitpunkt der Finanzierungsanbahnung nicht abbildbar. In diesem Zusammenhang wurde die wechselhafte Kreditvergabepolitik der Banken bemängelt, welche die Planbarkeit einer langfristigen Finanzierung erschweren würde. Als weitere Motivation für ein Schuldscheindarlehen galt die rasche und unkomplizierte Umsetzbarkeit der Finanzierung. Das Schuldscheindarlehen sollte eine aufwendige Factoring-Finanzierung ablösen, welche noch aus Zeiten einer schlechteren wirtschaftlichen

Lage stammte. Mit dem Factoring verbunden war ein recht komplexes und undurchsichtiges Vertragswerk, welches aufgrund regelmäßiger Änderungen in den gesetzlichen Bestimmungen auch während der laufenden Finanzierung mit hohem Aufwand verknüpft war. Zudem zeigte sich eine recht starke Einmischung von Wirtschaftsprüfern und Anwälten in die Finanzierungsbelange, von welcher sich die Zuliefer GmbH lösen wollte. Die das Factoring arrangierende Bank bot zwar die Bereitstellung eines Anschlusskredits an, jedoch nur in Verbindung mit Sicherheiten, welche die Zuliefer GmbH nicht stellen wollte. Aus Gründen der Gleichstellung von Gläubigern hätten dann auch andere bestehende Finanzierungen aufgetrennt und mit Sicherheiten verknüpft werden müssen, was zu einem für die Ausgangssituation unverhältnismäßig hohem und unnötigem Aufwand geführt hätte. Da zudem die Abwicklung des Factorings durch die Bank nicht zur vollständigen Zufriedenheit ablief, fiel der Entschluss auf die Ausschau nach Alternativen. Dabei entschied sich die Zuliefer GmbH für eine Finanzierung über ein Schuldscheindarlehen, da auf diese Weise eine rasche, unkomplizierte und auch im laufenden Geschäft wenig aufwendige Finanzierung realisiert werden konnte, welche mit der Philosophie einer langfristigen Finanzierung über sieben Jahre vereinbar war.

#### *Einfluss der Familie*

Zwar übt die Familie entscheidenden Einfluss auf strategisch wichtige Entscheidungen im Unternehmen aus. Während der Finanzierungsanbahnung jedoch wurde der Finanzabteilung weitgehend freie Hand gelassen, sodass diese das Konzept der Schuldscheinf Finanzierung ausarbeitete, welches letztlich von den Gesellschaftern bewilligt wurde. Die Entscheidung für das Schuldscheindarlehen ging schließlich innerhalb der Familie und auch zwischen Familie und Management konfliktfrei vonstatten.

#### *Voraussetzungen für eine erfolgreiche Finanzierung mit Schuldscheindarlehen*

Als wesentlich für eine erfolgreiche Finanzierung mit Schuldscheindarlehen wird ein solides Geschäftsmodell angesehen, sodass zum einen das Vertrauen der Investoren sichergestellt und auf der anderen Seite der Kommunikationsbedarf gegenüber den Gläubigern gering gehalten werden kann. Die Bonität wird ebenfalls als wichtig angesehen. Jedoch kann nach Einschätzung der Zuliefer GmbH auch eine Bonität unter Investment Grade bei entsprechend gutem Geschäftsmodell für die Aufnahme eines Schuldscheindarlehen möglich sein. In diesem Zusammenhang wird der Nachweis eines Ratings zwar als vorteilhaft, jedoch nicht zwingend notwendig erachtet. Die Zuliefer GmbH verfügt zwar über ein solches, jedoch stammt dieses aus einer vorangegangenen Mezzaninfinanzierung und wird nicht weitergeführt. Besondere Problemstellungen bei der Wahl oder während der Finanzierung wurden nicht identifiziert. Auch die Ri-

siken einer solchen Finanzierung werden als recht gering eingestuft, solange die Darlehensbedingungen eingehalten werden und die Gegenseite keine Kündigungsmöglichkeit hat. Probleme in Bezug auf die Anschlussfinanzierung werden nicht gesehen.

#### *Folgen einer Finanzierung mit Schuldscheindarlehen*

Die Auswirkungen einer Finanzierung mit Schuldscheindarlehen auf das Familienunternehmen werden als gering erachtet. Durch die Aufnahme kam es zu keiner weiteren Professionalisierung, da diese bereits im Berichtswesen durch eine Mezzaninfinanzierung Anfang des Jahrtausends durch regelmäßigeres und zeitnahes Reporting erhöht wurde. Allgemein wird der Effekt einer stärkeren Professionalisierung durch ein Schuldscheindarlehen heutzutage als gering eingeschätzt, da durch steigende Anforderungen von Seiten der Banken Familienunternehmen bereits (zwangsweise) ein hohes Professionalisierungsniveau in der Verwaltung und im Berichtswesen aufweisen müssen. Eine Veränderung im Verhältnis zu den Banken fand nicht statt, da die Finanzierung über das Schuldscheindarlehen vorab offen gegenüber allen Kreditinstituten kommuniziert wurde.

#### 4 Bewertung und Alternativen von privat platziertem Fremdkapital

Die Entscheidung für das Schuldscheindarlehen und gegen Alternativen rührt aus der Vorteilhaftigkeit dieses Instruments für die Zuliefer GmbH. Insbesondere weil die Umsetzung recht schnell und einfach war, fiel die Entscheidung auf dieses Instrument. Der Weg über eine Mittelstandsbörse wurde nicht gewählt, weil dieser einen – im Vergleich zum Schuldscheindarlehen – erhöhten Aufwand und weitaus höhere Transparenzanforderungen, welche von den Gesellschaftern nicht erwünscht sind, bedeutet hätte. Zukünftig ist für das Unternehmen auch eine weitere Finanzierung mit Schuldscheindarlehen vorstellbar. Hier würde ein Vergleich mit einer klassischen Bankfinanzierung gezogen werden, sodass letztlich die Fragen der Kosten entscheidend sein wird. Darüber hinaus legen die Gesellschafter Wert darauf, dass keine Mitsprache von außen stattfindet, sodass die beanspruchte Einflussnahme der Gläubiger ebenfalls in die Finanzierungsentscheidung einfließt.

Als vorteilhaft hinsichtlich des Schuldscheindarlehens wird die relativ kleine Gläubigerbasis angesehen, mit welcher bei Bedarf eine bilaterale Kommunikation möglich ist. Zudem ist es mit diesem Instrument möglich, wenige Informationen der Öffentlichkeit preiszugeben bzw. dem Wunsch einer recht starken Verschwiegenheit zu folgen.

Eine Schuldscheindarlehensfinanzierung wird auch anderen Familienunter-

nehmen unter der Voraussetzung einer ansprechenden Bonität empfohlen. Dabei sollte ein Arrangeur eingesetzt und keine Eigenemission durchgeführt werden, da diese einen zu hohen Aufwand bedeutet, dessen Wirtschaftlichkeit aufgrund des unregelmäßigen Auftretens einer solchen Finanzierung nicht gegeben ist.

#### *Präferenz verschiedener Finanzierungsinstrumente*

Hinsichtlich einer Hackordnung verschiedener Finanzierungsinstrumente steht zunächst der Bankkredit, welcher für ein Unternehmen aufgrund seiner Einfachheit und Flexibilität als unverzichtbar angesehen wird. Insbesondere für größere Unternehmen schließt sich hier das Schuldscheindarlehen an, worauf die privat platzierte Anleihe folgt. Weitere Finanzierungs-, insbesondere Kapitalmarktinstrumente, werden als nicht erstrebenswert angesehen.

## **Metallverarbeitungs-AG**

#### *Verwendete Quellen:*

- *Interview mit dem CFO der Metallverarbeitungs-AG am 21.07.2014*<sup>513</sup>
- *Geschäftsbericht des Jahres 2013*<sup>514</sup>
- *Unternehmensinformationen aus dem Internetauftritt*
- *Presseberichte über die Metallverarbeitungs-AG*
- *Informationen aus dem Bundesanzeiger*

### 1 Historie und Unternehmensinformationen

Die Ursprünge der heutigen Metallverarbeitungs-AG gehen auf die Mitte des 19. Jahrhunderts zurück. Zu dieser Zeit wurde am heutigen Stammsitz im Osten Österreichs mit der Produktion von Tafelbesteck begonnen. Um die Jahrhundertwende war das Unternehmen Weltmarktführer für Tafelkultur und beschäftigte 3.000 Mitarbeiter. Nach dem Ende des Zweiten Weltkriegs war das Unternehmen zunächst ein USIA-Betrieb unter sowjetischer Verwaltung, bevor es Mitte der 1950er Jahre zu einem österreichischen Staatsunternehmen wurde. Dabei fand eine Fusion mit einem weiteren Unternehmen aus der Metallindustrie statt. 1986 erfolgte schließlich die Restrukturierung unter Einfluss der heutigen Gesellschafterfamilie, gefolgt von einem Management-Buy-out (MBO) durch das Führungsteam kurze Zeit später. Die Jahre um den Jahrtausend-

---

513 Vgl. Metallverarbeitungs-AG, CFO (21.07.2014).

514 Vgl. Metallverarbeitungs-AG (2013).

wechsel waren gekennzeichnet von mehreren Unternehmensübernahmen und -beteiligungen, in deren Zuge sich die Metallverarbeitungs-AG zu einer breit aufgestellten Unternehmensgruppe mit Tochterunternehmen u. a. in der Metallbe- und verarbeitung, dem Werkzeugbau und der Oberflächentechnik, entwickelte.

Das Geschäftsmodell der Gruppe ist dabei so strukturiert, dass die in Nischenmärkten tätigen Tochterunternehmen zugunsten einer hohen Flexibilität weitgehend selbstständig und unabhängig voneinander agieren. Die Unternehmensstrategie ist auf die Akquisition weiterer mittelständischer *hidden champions* und erfolgsversprechender, sanierungsbedürftiger Unternehmen ausgelegt. Mit dieser Aufstellung erwirtschaftete die Gruppe im Jahre 2013 mit knapp 2.500 Mitarbeitern in über 60 Tochterunternehmen einen Umsatz von ca. 500 Mio. EUR.

An der Metallverarbeitungs-AG sind mehrere Investoren, darunter zwei Familien beteiligt. Insbesondere eine der beiden Familien tritt hierbei mit einem Eigentumsanteil von knapp 40 % und einem Stimmrechtsanteil von mehr als 50 % als Hauptgesellschafter auf. Von dieser Familie sind drei Mitglieder und von der zweiten Familie ein Mitglied im Aufsichtsrat vertreten. Im Vorstand bzw. Management der Gruppe ist seit 2008 kein Familienmitglied mehr tätig. Im Hinblick auf die Weitergabe und Veräußerung von Anteilen ist geregelt, dass die bestehenden Investoren ein aliquotes Vorkaufsrecht besitzen, sollte ein Gesellschafter seine Anteile veräußern wollen. Somit zeigt sich hier der Wille, die bestehende Gesellschafterstruktur in Zukunft beizubehalten bzw. keine weiteren Investoren ohne Bezug in den Gesellschafterkreis aufzunehmen.

## 2 Hintergrund Finanzierung

Der Finanzvorstand der Metallverarbeitungs-AG gehört keiner der Eigentümerfamilien an. Er trat nach Abschluss des Studiums in eines der Tochterunternehmen ein und wurde nach unterschiedlichen Tätigkeiten in verschiedenen Tochterunternehmen, manche davon im Ausland, im Jahre 2008 CFO der Gruppe. Die Metallverarbeitungs-AG setzt in ihrer Finanzierung kurz-, mittel- und langfristige Bankkredite, bis 2012 eine privat platzierte Anleihe sowie Schuldscheindarlehen ein. Ebenso wird als Instrument der Mitarbeitermotivation regelmäßig Genussrechtskapital ausgegeben.

Als Finanzierungsziel gilt die Unabhängigkeit gegenüber den Banken, weswegen die Metallverarbeitungs-AG einen hohen Cash-Bestand und eine geringe Nettoverschuldung aufweist. In diesem Zusammenhang ist für den Finanzvorstand das Jahr der Finanzkrise 2009 prägend. Zu diesem Zeitpunkt war die Gruppe profitabel und dennoch zeigte sich unter vielen Banken eine gewisse

Nervosität. So entstand nach Aufforderung der Banken für das Familienunternehmen Erklärungsbedarf für das etwas geringer ausgefallene, jedoch immer noch gute Jahresergebnis. Bezüglich dieses Erklärungsbedarfes herrschte großes Unverständnis – mit der Konsequenz, dass die liquiden Mittel aufgestockt wurden, um ein hohes Maß an finanzieller Unabhängigkeit zu erhalten. Aus diesem Grund arbeitet die Metallverarbeitungs-AG nicht mit nur einer Hausbank zusammen, sondern mit mehreren einzelnen Banken in einem Maß, dass »es keine Bank gibt, die einen besonderen Hebel hätte bei [der Metallverarbeitungs-AG]«<sup>515</sup>.

Von Seiten der Gesellschafter existieren klare, festgeschriebene Richtlinien zur Unternehmensfinanzierung. So ist im Jahre 2010 eine Finanzrahmenrichtlinie aufgestellt worden, welche in erster Linie für die Dachgesellschaft, aber auch für die Tochterunternehmen gültig ist. In dem recht schlanken, vier Seiten umfassenden Dokument ist die Mindestmenge an freier Liquidität geregelt, die eine Gesellschaft jederzeit aufzuweisen hat. Die Intention besteht darin für den Worst-Case vorzusorgen, in welchem alle Tochterunternehmen gemeinsam einen Finanzbedarf aufweisen. Zudem sollen auf diese Weise jederzeit genügend freie Mittel für Unternehmensübernahmen zur Verfügung stehen. Steht eine Unternehmensakquisition an, so ist es durch die Cash-Reserve zunächst möglich, diese aus eigener Kraft zu stemmen um zu einem späteren Zeitpunkt Fremdkapital zu günstigen Konditionen hinzuzunehmen. Geschieht die Fremdkapitalaufnahme nicht aus einer Drucksituation heraus, so ergibt sich für das Familienunternehmen ein längerer Zeitraum, um Finanzierungsbedingungen zu verhandeln. Der Finanzvorstand konstatiert in diesem Zusammenhang: »Wir verhandeln das über ein Jahr in Ruhe und Gelassenheit und erzielen damit wesentlich bessere Konditionen.«<sup>516</sup>

Generell gilt für die einzelnen Finanzierungsverträge der Anspruch, dass die Dokumentation, also die Kündigungsrechte, Covenants, etc. für das Familienunternehmen optimal gestaltet sind. Dabei »geht Dokumentation immer vor Kondition [...] Das ist viel wichtiger als zehn Basispunkte mehr oder weniger.«<sup>517</sup> Diese Priorität ist so stark ausgeprägt, dass bei einer Durchsicht verschiedener Finanzierungsangebote zunächst die Dokumentation verglichen wird und »dann machen wir erst den Vergleich, wie die untereinander rangieren.«<sup>518</sup> Seit wenigen Jahren setzt die Metallverarbeitungs-AG eine eigene Dokumentation bei der Kapitalbeschaffung ein, welche im Rahmen einer Schuld-scheindarlehenemission aufgestellt worden ist und fortan als Basis für

---

515 Metallverarbeitungs-AG, CFO (21.07.2014).

516 Metallverarbeitungs-AG, CFO (21.07.2014).

517 Metallverarbeitungs-AG, CFO (21.07.2014).

518 Metallverarbeitungs-AG, CFO (21.07.2014).

Kapitalangebote gilt. Nur wenn die Kapitalgeber diese darin enthaltenen Bedingungen akzeptieren, können sie ein Angebot an die Metallverarbeitungs-AG richten.

»Das heißt, wir setzen voraus, dass die Banken das akzeptieren, was da drinnen steht, und dann dürfen sie ihre Konditionen nennen. Das heißt sie müssen selber abschätzen, welche Risiken sie da eingehen und wie sie anbieten. Und das ist natürlich ein Komfort, den wir haben.«<sup>519</sup>

Den Komfort, Kapitalgebern derartige Rahmenbedingungen setzen zu können, führt das Unternehmen nicht nur auf die solide Finanzsituation und auf Verhandlungserfolge zurück. So werden auch die Verlässlichkeit der Unternehmensentwicklung, der Prognosen und die im Umgang zwischen den Banken sowie Vorständen und dem Aufsichtsratsvorsitzenden als Faktoren angeführt.

Als weiterer Finanzierungsgrundsatz gilt die weitestgehende Ablehnung von Patronaten der Dachgesellschaft oder eines Tochterunternehmens für ein anderes Tochterunternehmen, da auf diese Weise die Stand-alone-Strategie der Einzelunternehmen gefährdet würde. Eine solche Haftung kommt zwar in Einzelfällen vor, wird aber nach Möglichkeit vermieden.

Bezüglich der Eigenkapitalausstattung sieht die Metallverarbeitungs-AG eine Zieleigenkapitalquote von über 40–45 % vor.

### 3 Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital

Die Metallverarbeitungs-AG setzt bereits seit mehreren Jahren privat platzierte Anleihen und Schuldscheindarlehen in der Unternehmensfinanzierung ein. In jüngerer Vergangenheit wurde eine Anleihe mit Fälligkeit im Jahre 2013 bereits weitestgehend im Jahr zuvor getilgt und mit der Emission von Schuldscheindarlehen refinanziert.

Hinsichtlich der Ausgestaltung und den Konditionen war die Anleihe den aktuell begebenen Schuldscheindarlehen sehr ähnlich. Die Anleihe wurde kurz vor Ausbruch der Finanzkrise im Jahre 2008 mit fünfjähriger Laufzeit emittiert. Mit einer variablen Verzinsung, welche sich am 3-Monats-EURIBOR mit einem Aufschlag von 88 Basispunkten orientierte, konnte eine sehr kostengünstige Finanzierungslösung gefunden werden. Arrangiert wurde die Anleihe von einer großen österreichischen Bank, welche die einzelnen Wertpapiere an weitere Kreditinstitute in Österreich verteilte.

Die in den Jahren 2012 und 2013 emittierten Schuldscheindarlehen haben ein Volumen von je 25 Mio. EUR. Die Finanzierung ist dabei in verschiedene

---

<sup>519</sup> Metallverarbeitungs-AG, CFO (21.07.2014).

Tranchen aufgeteilt. Das erste Schuldscheindarlehen hat eine Laufzeit von fünf Jahren, während bei der zweiten Begebung neben einer fünfjährigen Tranche eine siebenjährige mit einem Volumen von 5 Mio. EUR emittiert wurde. 27 Mio. EUR der beiden Schuldscheindarlehen sind variabel verzinst, während der restliche Betrag einer fixen Verzinsung unterliegt. Alle Gläubiger der Schuldscheindarlehen stammen aus dem österreichischen Bankenkreis. Diese sind überwiegend kleine Banken und gehören zumeist nicht dem bestehenden Kreditgeberkreis an. Für die Anbahnung der Finanzierung engagierte die Metallverarbeitungs-AG einen Berater, welcher für das Unternehmen Roadshows durchführte und die Angebote der Investoren einholte. Die Vertragsabschlüsse selbst wurden in der Folge direkt zwischen dem Familienunternehmen und den einzelnen Investoren, ohne Zwischenschaltung eines Intermediärs aus dem Bankenkreis, durchgeführt. Als Basis für das Vertragswerk wurde die bestehende Standard-Dokumentation der Metallverarbeitungs-AG, wie zuvor beschrieben, herangezogen.

Im Hinblick auf den Investorenkreises wurden vertragliche Beschränkungen ausgesprochen. So sind Private-Equity-Fonds, Hedge-Fonds, sowie Konkurrenzunternehmen als Kapitalgeber ausgeschlossen.

#### *Motivation*

Der Haupttreiber für eine Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital ist für die Metallverarbeitungs-AG die finanzielle Sicherheit, welche sich aus den Ausgestaltungsmöglichkeiten dieser Finanzierungsform ergibt: »Das ist die Überschrift über das Ganze.«<sup>520</sup> Dementsprechend ist es möglich, die Vertragsbedingungen so zu gestalten, dass eine Kündigung von Investorensseite quasi ausgeschlossen ist. Damit steht die Finanzierung auch in einer möglichen wirtschaftlich schlechteren Lage auf einem stabilen Fundament. Darüber hinaus sind die erreichbaren Konditionen bei Anleihen und Schuldscheindarlehen für die Metallverarbeitungs-AG äußerst attraktiv. Diese können im Falle des letzteren auch direkt mit den einzelnen Investoren verhandelt werden, womit es dem Unternehmen möglich ist, die optimalen Finanzierungsbedingungen zu erreichen.

Im Hinblick auf die zukünftige Finanzierung wird eine Platzierung von privat platziertem Fremdkapital in Deutschland als möglicher erster Schritt an den Kapitalmarkt gesehen. Da aber zum gegenwärtigen Zeitpunkt keine Notwendigkeit hierfür besteht, ist dies nicht die vordergründige Motivation für den Einsatz der Anleihe und Schuldscheindarlehen.

---

520 Metallverarbeitungs-AG, CFO (21.07.2014).

### *Einfluss der Familie*

Der Einfluss der Familie auf die Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital ist, abgesehen von den ausgeübten Pflichten als Aufsichtsräte, als gering anzusehen. Generell hält sich die Familie weitestgehend aus dem Tagesgeschäft heraus. So sind alle Familienmitglieder »extrem bedacht darauf, Aufsichtsräte zu sein und nicht Schattenvorstände«<sup>521</sup>. Höhere Investitions- oder Finanzierungssummen sind vom Aufsichtsrat genehmigungspflichtig. Allerdings ist der Aufsichtsrat i. d. R. bereits vorab über ihn betreffende Themen informiert, sodass der Aufsichtsrat der Metallverarbeitungs-AG »wahrscheinlich der best gebriefte Aufsichtsrat Österreichs«<sup>522</sup> ist. In der Folge ergibt sich ein enges Verhältnis zwischen Vorstand und Aufsichtsrat, jedoch kein Abhängigkeitsverhältnis. Das Verständnis von der Unternehmensfinanzierung der beiden Organe ist ähnlich. »Das Bedürfnis an Sicherheit, an finanzieller Unabhängigkeit ist beim Aufsichtsrat genauso groß wie beim Vorstand, wahrscheinlich beim Aufsichtsrat noch größer.«<sup>523</sup> Somit wurden dann auch die Emissionen der privat platzierten Fremdkapitaltitel »sehr wohlwollend aufgenommen«<sup>524</sup>, weil die Konditionen recht günstig waren und den Anforderungen an die Finanzierung, insbesondere der finanziellen Sicherheit, entsprachen. Bei der Begebung des zweiten Schuldscheindarlehens erfolgten es verstärkte Diskussionen zwischen Vorstand und Aufsichtsrat. Der Aufsichtsrat hinterfragte in diesem Falle das angedachte Volumen, welches zum damaligen Zeitpunkt nicht benötigt wurde. Ebenso wurden auch Fragen nach der Sicherheit der Emission gestellt. Dahinter stand die Sorge um die Bonität einzelner Gläubiger und wie diese mit den Möglichkeiten der Metallverarbeitungs-AG beurteilt werden kann. So steht das Familienunternehmen aufgrund des angeschlagenen österreichischen Bankenmarktes der gegensätzlichen Situation von 2009 gegenüber, als Banken ein Rating des Unternehmens durchführen wollten. Mittlerweile sieht die Metallverarbeitungs-AG die Notwendigkeit, ein Rating der Banken vorzunehmen, damit die Möglichkeit eines Gläubigerausfalls ausgeschlossen werden kann. Somit drehten sich die Diskussionen im Falle des Schuldscheindarlehens im Jahre 2013 nicht um das Instrument an sich, sondern um die Ausgestaltung und die Rahmenbedingungen.

---

521 Metallverarbeitungs-AG, CFO (21.07.2014).

522 Metallverarbeitungs-AG, CFO (21.07.2014).

523 Metallverarbeitungs-AG, CFO (21.07.2014).

524 Metallverarbeitungs-AG, CFO (21.07.2014).

### *Voraussetzungen für eine erfolgreiche Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital*

Als Voraussetzung für eine erfolgreiche Platzierung sieht der Finanzvorstand der Metallverarbeitungs-AG das Engagement eines fähigen Beraters, der Einsicht in die aktuellen Marktkonditionen sowie die Liquidität hat, welche am Finanzmarkt vorherrschen. So verschafft ein Berater dem Familienunternehmen einen besseren Kapitalmarktüberblick. Zudem kann er die unterschiedlichen Möglichkeiten aufzeigen, welche für die Finanzierung vorliegen. Ebenso kann er wertvolle Ratschläge bzgl. des Zeitpunkts der Finanzierung geben.

Timing wird als zweite entscheidende Voraussetzung angesehen. So gilt es, eine günstige Marktlage zu finden und zu nutzen. Das bedeutet, auch dann Kapital aufzunehmen, wenn dieses zwar momentan nicht benötigt wird, die Bedingungen jedoch günstig sind. Aus diesem Grund wurde auch die Emission des Schuldscheindarlehens im Jahre 2013 durchgeführt, da die Marktlage zum damaligen Zeitpunkt sehr vorteilhaft war. In diesem Zusammenhang wird auch angeführt, dass eine Finanzierung nicht aus einer Drucksituation heraus durchgeführt werden sollte. Diese kann mit einer finanziellen Langfristplanung vermieden werden und dabei helfen, das *Window of Opportunity* zu finden.

Ein Rating wird zwar als vorteilhaft, aber nicht als unbedingt notwendig angesehen. Für die Verhandlungen unterstützend kann ein Schattenrating, durchgeführt von einem Berater, erfolgen. Mit einem solchen Schattenrating erhält das Unternehmen einen präzisen Einblick in die Einstufung, welche Gläubiger vornehmen, womit die eigene Verhandlungsposition in Finanzierungsverhandlungen genauer eingeschätzt werden kann.

Als ergänzende Voraussetzungen gelten eine exakte, professionelle Vorbereitung der Emission sowie die Reputation. Zu letzterer trägt auch eine gezielte, nicht zu umfassende Kommunikation der erfolgreichen Unternehmensentwicklung, bei.

»Ich meine, wir arbeiten an unserer Reputation, indem wir sehr vorsichtig immer wieder auch nach außen hin bei Podiumsdiskussionen oder anderen Dingen [...], in sehr moderater Form, unsere finanzielle Position [...] mitgeben. Da ist Österreich sehr angenehm, weil es ein kleines Land ist und die Commercial Community ist relativ klein. Das heißt, Sie brauchen nicht groß Werbung machen, Sie erzählen halt einfach ein wenig von dem, wie es Ihnen geht. Und die Reputation ist da.«<sup>525</sup>

### *Herausforderungen einer Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital*

Eine Herausforderung in der Finanzierung ergibt sich aus dem Geschäftsmodell der Metallverarbeitungs-AG mit der Muttergesellschaft und den recht selbstständigen, voneinander unabhängigen Tochterunternehmen. Aus dieser Kon-

---

525 Metallverarbeitungs-AG, CFO (21.07.2014).

stellation entsteht ein struktureller Nachrang für die auf Konzernebene aufgenommenen Finanzierungsinstrumente. Der strukturelle Nachrang ist wie folgt definiert:

»Eine Finanzierungsverbindlichkeit wird als strukturell nachrangig bezeichnet, wenn sie in der Konzernstruktur des finanzierten Unternehmens auf der Ebene einer (meist) nicht operativen Holdinggesellschaft und damit »oberhalb« des operativen Cash Flows des Unternehmens angesiedelt ist.«<sup>526</sup>

In diesem Fall ist die Konzernmutter für die Bedienung der eigenen Zahlungsverpflichtungen auf die Zahlungen der Tochterunternehmen angewiesen. Dies bedeutet, dass für ein Finanzierungsinstrument, welches von der Konzernmutter als Holding- oder Beteiligungsgesellschaft begeben wurde, die Zahlungsansprüche der Gläubiger hinter diejenigen der Gläubiger der Tochtergesellschaften zurücktreten.<sup>527</sup> Als Absicherung gegen den strukturellen Nachrang fordern deutsche Kapitalgeber, im Gegensatz zu österreichischen, Sicherheiten oder die Haftung eines operativen Unternehmens. Die Bereitstellung dieser ist von der Metallverarbeitungs-AG nicht intendiert, da ein derartiges Vorgehen den Finanzierungsgrundsätzen widerspricht und »die dezentrale Struktur des Konzerns ruiniert«<sup>528</sup>. Somit ist eine Herausforderung für das Familienunternehmen, Investoren zu finden, welche trotz des Risikos des strukturellen Nachrangs Kapital zur Verfügung stellen. Zusätzlich wird der Investorenkreis durch die hauseigene Dokumentation der Metallverarbeitungs-AG eingeschränkt, da diese eigene Covenants voraussetzt, welche einige Kapitalgeber, wie bspw. Versicherungen, nicht eingehen können, da diese statutarisch an andere Covenants gebunden sind.

Eine weitere Herausforderung ist ein vom Familienunternehmen empfundenes Größenwahrnehmungsproblem des österreichischen Mittelstandes. So sind »die Mittelständler in Deutschland um Faktor 10 größer als in Österreich«<sup>529</sup>. Demzufolge erhält das in Österreich große mittelständische Unternehmen in Deutschland als kleiner Mittelständler weniger Aufmerksamkeit der Kapitalgeber, wodurch eine Kapitalaufnahme in Deutschland erschwert ist.

Als Risiko sieht der Finanzvorstand die Dynamik im Gläubigerpool einer Anleihe oder eines Scheindarlehens als Folge geänderter Rahmenbedingungen, welche aufgrund der Vernetzung im Bankenkreis schwer kontrollierbar sein könnte. Dagegen wird die endfällige Struktur von Anleihen und Scheindarlehen als recht problemlos angesehen, wenn eine professionelle Fi-

---

526 Gleske/Laudenklos (2008), S. 483.

527 Vgl. Hasler (2013), S. 87–88.

528 Metallverarbeitungs-AG, CFO (21.07.2014).

529 Metallverarbeitungs-AG, CFO (21.07.2014).

nanzplanung mit Tilgungsplänen über sieben oder acht Jahren durchgeführt wird.

Ein weiteres Risiko ist die schwer abzuschätzende zukünftige Entwicklung der Finanzmärkte, speziell der österreichischen. Hier erwartet der Finanzvorstand eine Verschärfung der zukünftigen rechtlichen Rahmenbedingungen, insbesondere in Bezug auf den strukturellen Nachrang und die Kündigungsrechte für Gläubiger. Eine Änderung in diesem Bereich hätte große Auswirkung auf die derzeit gestaltete Finanzierung und das Geschäftsmodell der Metallverarbeitungs-AG, da diese sowohl eine Absicherung gegen den strukturellen Nachrang als auch die Kündigungsrechte von Gläubigern ausschließen.

#### *Folgen einer Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital*

Mit der Begebung von privat platziertem Fremdkapital sieht der Finanzvorstand der Metallverarbeitungs-AG eine Erhöhung der Professionalisierung verbunden. So konnten das Rechnungswesen und Controlling mit der Hereinnahme neuer Instrumente, wie einer neuen EDV und mit einem professionellen Finanzmanagement, wesentlich verbessert werden. Beispielsweise wurde die Ergebnisermittlung beschleunigt und Cash-Flow-Planungen sowie laufende Liquiditäts- und Tilgungspläne wurden erstellt.

Ebenso konnte die Abhängigkeit von den Banken »stark reduziert«<sup>530</sup> werden. Während in früheren Jahren häufig Patronate für Tochterunternehmen bereitgestellt wurden, ist dies mittlerweile mit der Ausgestaltung der privat platzierten Fremdkapitalinstrumente nur noch in wenigen Fällen notwendig. Somit konnte auch die Abhängigkeit der Konzernmutter von einzelnen Tochterunternehmen reduziert werden, wie auch das gesamte Unternehmensrisiko, da ein Tochterunternehmen in Schieflage die anderen im Regelfall nicht mitreißen kann.

Aufgrund der Direktemission der Schuldscheindarlehen ergibt sich für die Metallverarbeitungs-AG ein höherer Aufwand in der Kommunikation mit den Kapitalgebern, da sich die Anzahl der Gläubiger – und damit auch die Anzahl der Jahresgespräche – erhöht hat.

#### 4 Bewertung und Alternativen von privat platziertem Fremdkapital

Im Vergleich der Anleihe und des Schuldscheindarlehen stellt sich zunächst die Frage, wieso die auslaufende Anleihe nicht neu aufgelegt wurde, sondern durch ein Schuldscheindarlehen refinanziert wurde. Als Grund gelten hierfür die besseren Konditionen, welche mit den direkt emittierten und mit den einzelnen Investoren verhandelten Schuldscheindarlehen erzielt werden konnten. Als

---

530 Metallverarbeitungs-AG, CFO (21.07.2014).

Vorteil des Schuldscheindarlehens wird die bessere Möglichkeit, den Investorenkreis zu steuern, gesehen, was bei der Anleihe als Wertpapier nicht möglich ist. Somit sieht die Metallverarbeitungs-AG das Schuldscheindarlehen für sich als flexibler an als die Anleihe.

Im Vergleich zwischen Schuldscheindarlehen und Bankkredit besteht der Vorteil des Schuldscheindarlehens in der Möglichkeit, die AGBs der Banken auszuschließen. Zwar könnten bestimmte Klauseln möglicherweise in den Verhandlungen ausgeschlossen werden, jedoch wird dies als sehr aufwendig bewertet.

An der Börse notierte Mittelstandsanleihen werden zwar als zukünftig interessante Option gesehen, sind jedoch aufwendiger als privat platziertes Fremdkapital und damit zum gegenwärtigen Zeitpunkt weniger attraktiv.

Im Allgemeinen wird privat platziertes Fremdkapital als sehr geeignet für den Mittelstand bewertet, insbesondere auch für die Familienunternehmen, welche, anders als die Metallverarbeitungs-AG, der Verschwiegenheit einen signifikanten Stellenwert einräumen.

#### *Empfehlungen an andere Familienunternehmen*

Als Empfehlung an andere Familienunternehmen spricht sich der Finanzvorstand für eine strategische und langfristige Planung der Finanzierung aus. Ebenso sollte der Verhandlung der Dokumentation höchster Wert beigemessen werden. Hierzu sollte ein unabhängiger Berater herangezogen werden, mit dem die Finanzierung vorab gründlich festgelegt wird. Sobald dann die Marktlage günstig, ist sollte ein Unternehmen

»zuschlagen und nicht warten, bis eine Finanzierung notwendig ist, sondern proaktiv sich das Geld holen, auch wenn man es nicht unmittelbar benötigt«. <sup>531</sup>

Als generelle Empfehlung an mittelständische Unternehmen werden das Aufsetzen eines guten Berichtswesens, eine vorsichtige, konservative Bilanzierung und eine genaue Untersuchung und Steuerung des Treasury mit einer weitreichenden Vorausplanung formuliert. Zudem sollte ein Unternehmen ein Rahmenprogramm der Finanzierung aufstellen – bspw. mit der Vorgabe einer Mindestliquidität – in welchem sich das Management bewegen darf. Ein solches Korsett dient dazu, die Geschwindigkeit zu begrenzen und zu verhindern, dass ein Unternehmen in der Entwicklung überdreht.

#### *Präferenz verschiedener Finanzierungsinstrumente*

Hinsichtlich der Präferenz verschiedener Finanzierungsinstrumente gibt der Finanzvorstand die Bevorzugung von Eigenmitteln an. Gleichen Vorzug erhalten

---

531 Metallverarbeitungs-AG, CFO (21.07.2014).

Bankkredite, privat platzierte Anleihen und Schuldscheindarlehen. Mezzaninkapital wird als Ergänzung und hauptsächlich zur Mitarbeitermotivation betrachtet. Private Equity und ein IPO kommen für die Metallverarbeitungs-AG als Finanzierungslösung nicht infrage.

## Maschinenbau GmbH

### *Verwendete Quellen:*

- *Interview mit dem Head of Finance der Maschinenbau GmbH am 17.09.2014*
- *Geschäftsbericht des Jahres 2013*<sup>532</sup>
- *Unternehmensinformationen aus dem Internetauftritt*
- *Presseberichte über die Maschinenbau GmbH*

### 1 Historie und Unternehmensinformationen

Die Maschinenbau GmbH mit Sitz im Süden Deutschlands wurde gegen Ende des 19. Jahrhunderts gegründet und befindet sich mittlerweile in fünfter Generation. Das Familienunternehmen produziert kleinteilige Maschinenbauelemente und hat im Jahre 2013 mit über 7.000 Mitarbeitern einen Umsatz von über 1 Mrd. EUR erzielt.

Das Eigentum, d. h. die Anteile am Unternehmen, befindet sich zum größten Teil in einer familieneigenen Stiftung. Von den Familienmitgliedern ist keines in operativer Funktion tätig, jedoch ist ein Familienmitglied Teil des Aufsichtsrates welcher u. a. über umfassende strategische Vorhaben sowie großvolumigen Investitionen und Finanzierungen entscheidet. So werden weitreichende Entscheidungen über einen Vorstands- und Aufsichtsratsbeschluss verabschiedet. Als zusätzliches Gremium ist ein Komitee eingerichtet, welches sich aus drei Aufsichtsräten, darunter ein Familienmitglied, zusammensetzt, sich von CEO sowie CFO Bericht erstatten lässt und bspw. eine Empfehlung für die Verabschiedung des Jahresabschlusses erteilt. Somit wirkt dieses Komitee als vorgelegte Funktion des Aufsichtsrats.

Das Unternehmen legt Wert auf eine recht transparente Außendarstellung. So werden bspw. die Geschäftsberichte auf der Homepage veröffentlicht. Dahinter steht der Wille gegenüber verschiedenen Interessenten, wie Lieferanten, Kunden, Investoren und auch Arbeitnehmern Öffentlichkeit zu erzeugen. Mit dieser

---

532 Vgl. Maschinenbau GmbH.

Strategie hat die Maschinenbau GmbH gute Erfahrungen gemacht: »Wir denken, dass wir mit dieser Transparenz [...] sehr gut gefahren sind.«<sup>533</sup>

## 2 Hintergrund Finanzierung

Der Head of Finance der Maschinenbau GmbH ist seit 2006 im Unternehmen tätig. Nach vorangegangener Beschäftigung bei einer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft und einem darauf folgenden Wechsel in die freie Wirtschaft erfolgte der Eintritt in die Maschinenbau GmbH.

Als Anforderung an die Unternehmensfinanzierung gilt, dass diese möglichst diversifiziert sein sollte, um eine Absicherung gegen einen Gläubigerausfall zu erreichen. So steht die Maschinenbau GmbH in Geschäftsbeziehung mit verschiedenen Kapitalgebergruppen und setzt unterschiedliche Finanzierungsinstrumente, wie Schuldscheindarlehen, USPPs und Konsortialkredite, ein. Ebenso wird Wert auf die Zuverlässigkeit und Verlässlichkeit der Finanzpartner gelegt. Hierbei bildet das Familienunternehmen vorzugsweise langfristige und vertrauensvolle Geschäftsbeziehungen, sodass vereinzelte Problemstellungen rasch und unkompliziert abgearbeitet werden können. Um dies zu erreichen, wird versucht, bei neuen Finanzierungen möglichst alle bestehenden Finanzierungspartner zu beteiligen. Die Kosten einer Finanzierung sind ein wichtiger Punkt, jedoch nicht das alleinig ausschlaggebende Kriterium für eine Finanzierungsentscheidung. Der Preis einer Finanzierung wird vielmehr gegen die Diversifikation, Stabilität und andere Bedingungen (z. B. Financial Covenants) der Finanzierung aufgewogen, welche einen genauso hohen Stellenwert einnehmen. Zusätzlich sollten solche Finanzierungsinstrumente eingesetzt werden, welche verstanden werden und deren Handhabbarkeit innerhalb der Unternehmensstrukturen sichergestellt ist.

Im Hinblick auf die Finanzierungsziele zeigen sich keine konkreten Vorgaben von Seiten der Gesellschafter. Der Vorstand hingegen stellt die Vorgabe des Vorhaltens einer gewissen Höhe an liquiden Mitteln zur Sicherstellung eines Risikopuffers. Weitere konkrete Vorgaben bzgl. einer bestimmten Eigenkapitalquote bestehen nicht, es sei denn, die Finanzierungsbedingungen als solche sehen bestimmte Kennzahlen vor. Die Finanzierungsstruktur entsteht eher aus Diskussionen in Vorstand sowie Aufsichtsrat und unter Einbringung von Vorschlägen aus der Finanzabteilung.

---

533 Maschinenbau GmbH, Head of Finance (17.09.2014).

### 3 Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital

Als Vertreter von privat platziertem Fremdkapital setzt die Maschinenbau GmbH sowohl Schuldscheindarlehen als auch USPPs für die längerfristige Finanzierung ein.

Seit dem Jahre 2006 begab das Unternehmen drei USPPs mit einem jeweiligen Volumen im höheren zweistelligen Millionenbereich. Alle drei USPPs sind dabei endfällig ausgestaltet mit einer Laufzeit von sieben bis zehn Jahren. Während das erste USPP von einer großen Bank vermittelt wurde, erfolgte die Platzierung der beiden folgenden USPPs bilateral zwischen der Maschinenbau GmbH und dem gleichen Investor. In den letzten beiden Fällen wirkte die Bank im Hinblick auf grundlegende Fragestellungen, wie bspw. das Pricing, unterstützend mit. Die USPPs sind nicht nach Rule 144 A begeben und werden von einem großen US-amerikanischen Versicherungsunternehmen gehalten.

Schuldscheindarlehen werden von der Maschinenbau GmbH seit dem Jahre 2008 eingesetzt. Bisher hat das Familienunternehmen zwei dieser Finanzierungsinstrumente mit Laufzeiten von sieben und zehn Jahren begeben. Im Gegensatz zu den USPPs sind die Schuldscheindarlehen nicht endfällig, sondern weisen eine halbjährliche, ratierte Tilgungsstruktur auf. Als Vertragsbestandteil sind Konkurrenten als Investoren von der Maschinenbau GmbH zum Schutz vor Einsicht in das Unternehmen vertraglich ausgeschlossen worden. Als Investor fungiert ein deutsches Versicherungsunternehmen.

Beide privat platzierten Fremdkapitalinstrumente sind nicht besichert und weisen Covenants auf. Davon abgesehen, unterliegen beide Finanzierungsinstrumente den marktüblichen Konditionen.

#### *Motivation*

Die Motivation der Maschinenbau GmbH für die Begebung des ersten USPPs im Jahre 2006 hing mit der Finanzierung des verstärkten Engagements im US-amerikanischen Markt zusammen. So wurde zu Beginn der 2000er Jahre eine Tochtergesellschaft gegründet, für deren Investitionen eine langfristige Finanzierung aufgesetzt werden sollte. Eine Möglichkeit stellte hierzu ein USPP dar, für welches eine Roadshow durchgeführt wurde. Hier erhielt die Maschinenbau GmbH nach Beendigung der Unternehmenspräsentationen die Möglichkeit, ihr USPP zu sehr attraktiven Konditionen zu platzieren, weswegen letztlich die Wahl auf dieses Finanzierungsinstrument fiel. In der Folge entwickelte sich eine sehr gute Geschäftsbeziehung zwischen dem Top Management der Maschinenbau GmbH und den Investoren, sodass hier der Wunsch entstand, weitere USPPs zu begeben.

Mit Beginn der Finanzkrise im Jahre 2008 fand ein Umdenken in der Maschinenbau GmbH statt. Aufgrund der einsetzenden Illiquidität am Kapital-

markt und einer geringeren Erwartung an die zukünftige Kapitalverfügbarkeit fiel der Entschluss auf eine stärkere Diversifikation und längere Ausrichtung der Finanzierungsstruktur. Aus diesem Grund wurden Schuldscheindarlehen an einen deutschen, also auch geografisch gestreuten Investor begeben. Die Motivation für das weitere Schuldscheindarlehen ergab sich aus dem Wunsch, die Geschäftsbeziehung mit dem Investor des ersten Schuldscheindarlehen fortzuführen und den Finanzierungsmix aufrechtzuerhalten. Zudem stellten sich die Konditionen der Schuldscheindarlehen im Hinblick auf die Kosten und die geforderten Covenants für die Maschinenbau GmbH als attraktiv dar.

### *Einfluss der Familie*

Ein Einfluss der Familie auf die Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital lässt sich insofern konstatieren, als dass die Entscheidungen für die Finanzierungsinstrumente vom Aufsichtsrat, welchem auch ein Familienmitglied angehört, Zustimmung erhalten haben. So gab es von Seiten der Familie keine Bedenken hinsichtlich der USPPs und der Schuldscheindarlehen, jedoch Diskussionen über Risiken. Dabei wurde kritisch hinterfragt, welche Auswirkungen ein völliger Ausfall einer solchen Finanzierung auf das Gesamtunternehmen haben würde. Letztlich hat die Familie die Finanzierung jedoch vollumfänglich mitgetragen.

### *Voraussetzungen für eine erfolgreiche Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital*

Als Voraussetzung für eine erfolgreiche Platzierung von privat platziertem Fremdkapital gilt für die Maschinenbau GmbH eine intensive Auseinandersetzung mit dem jeweiligen Finanzierungsinstrument und der Erarbeitung eines umfassenden Verständnisses mit Fragestellungen wie: »Was bedeutet das, welche Regeln gibt es, welche Besonderheiten hat das Instrument?«<sup>534</sup>. Zudem ist eine positive Darstellung des Unternehmens während der Roadshow unabdingbar. Hierzu zählt eine sehr genaue Vorbereitung, um auf die detaillierten und kritischen Fragen der Investoren plausible und konsistente Antworten geben zu können. Insbesondere bei US-amerikanischen Investoren erfolgen hier sehr detailgenaue Nachfragen, zu deren Beantwortung eine sehr gute Vorbereitung notwendig ist. Den Investoren sollte ein Verständnis vom Geschäftsmodell des kapitalsuchenden Unternehmens vermittelt werden. Dabei sollte die Story des Unternehmens den Anforderungen der Investoren entsprechen, die Profitabilität nachweislich gewährleistet sein und das Unternehmen konstant über ausreichende freie Cashflows verfügen.

Ein weiterer wesentlicher Faktor für eine erfolgreiche Begebung ist eine hohe

---

534 Maschinenbau GmbH, Head of Finance (17.09.2014).

Transparenz gegenüber den Investoren. Hierzu zählt ein professionelles Berichtswesen, welches in der Lage ist, das Reporting quartalsweise und zeitnah zu erzeugen.

Für die Begebung von USPPs ist eine Bilanzierung von IFRS oder US-GAAP von Vorteil. So ist eine Rechnungslegung nach einem der beiden Verfahren zwar »kein K.O.-Kriterium [...] aber ich glaube, es hat die Platzierung ein wenig erleichtert. Auf das Pricing hatte und hat der Rechnungslegungsstandard keinen Einfluss.«<sup>535</sup> Für die rechtliche Absicherung eines USPPs sollte ein Rechtsanwalt herangezogen werden, welcher Erfahrung im Umgang mit diesen Finanzierungsinstrumenten hat und vorzugsweise deutsch spricht.

Ein Rating wird für beide Finanzierungsinstrumente als nicht notwendig erachtet. Für den Fall des USPPs erfolgt ohnehin ein internes Rating durch die National Association of Insurance Commissioners (NAIC).

#### *Herausforderungen einer Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital*

Die Maschinenbau GmbH sieht bei der Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital insbesondere mit einem USPP Herausforderungen verbunden. So ist das zugrunde liegende Vertragswerk relativ umfangreich sowie komplex und bedarf einer umfangreichen Einarbeitung für ein tiefgehendes Verständnis, unterstützt von rechtlicher, unternehmensexterner Expertise. Eine weitere Herausforderung einer USPP-Finanzierung sieht die Maschinenbau GmbH im Zusammenhang mit Regelungen, welche vom Office of Foreign Assets Control (OFAC) verabschiedet werden und an welche USPP-Investoren gebunden sind. So sind bspw. Investoren gezwungen, eine Finanzierung umgehend zu kündigen, sollte das kapitalnehmende Unternehmen gegen Embargos der US-amerikanischen Regierung verstoßen. Insofern ergibt sich für das kapitalnehmende Unternehmen zum einen die Herausforderung auf die Einhaltung von US-Embargos zu achten, Änderungen hierbei ständig zu verfolgen, sowie selbst Listen zur Kontrolle zu führen, welche einen Verstoß vermeiden. Um das Risiko der Folgen eines unbeabsichtigten Embargobruchs abzusichern, sieht die Maschinenbau GmbH die Notwendigkeit der Streuung von Finanzierungsinstrumenten und Kapitalgebern, um notfalls eine kurzfristige Finanzierungslücke überbrücken zu können. In diesem Zusammenhang wird das Risiko kurzfristig eintretender Beschlüsse durch die Legislative gesehen, welche dazu führen können, dass die US-amerikanischen Investoren zur Kündigung gezwungen sind. Dies ist zwar ein sehr theoretischer Fall, welcher aber durchaus von der Maschinenbau GmbH abgewägt wird.

Das Risiko des schwierigeren Zugangs zu den Investoren von privat platziertem Fremdkapital im Falle einer Verschlechterung der Geschäftslage, wie

---

535 Maschinenbau GmbH, Head of Finance (17.09.2014).

von anderen Familienunternehmen angemerkt, sieht die Maschinenbau GmbH nicht in dem Maße. Stattdessen wird aufgrund des langjährigen, engen Kontakts zu den Investoren die Wahrscheinlichkeit eines abrupten Rückzugs, bspw. im Falle eines Covenant-Bruchs, als sehr gering erachtet.

#### *Folgen einer Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital*

Als unmittelbare Folge der Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital hat sich für die Maschinenbau GmbH eine Erweiterung der Berichtspflichten ergeben. So führt der Vorstand des Familienunternehmens einmal jährlich Investorengespräche, in welchen die Geschäftsentwicklung und Finanzlage dargestellt werden. Insgesamt zeigte sich durch die Aufnahme der Finanzierungsinstrumente eine Erhöhung der Professionalisierung, insbesondere in Reporting und Controlling. Dabei wurden die Geschäftszahlen zeitnaher bereitgestellt.

Folgen im Hinblick auf die Beziehungen zu den Hausbanken haben sich nicht gezeigt. Stattdessen hat die Maschinenbau GmbH vielmehr den Eindruck, dass die Banken der Diversifikation der Finanzierungsstruktur, und dem Entfall eines für sie höheren Engagements, positiv gegenüberstanden haben.

#### 4 Bewertung und Alternativen von privat platziertem Fremdkapital

Im direkten Vergleich von USPPs und Schuldscheindarlehen sieht die Maschinenbau GmbH bei Letzterem den Vorteil der schlankeren Dokumentation. Zudem ist das Vertragswerk im Fall der Schuldscheindarlehen deutsch gehalten und deutlich flexibler bzw. mit geringeren Anforderungen an Covenants und Garantien verbunden als der verpflichtende US-amerikanische Standardvertrag. Ebenso sieht das Familienunternehmen Schuldscheindarlehen bis zu einer gewissen Höhe des Volumens als relativ unkompliziert aufstellbar und deshalb als gute Beimischung für das Finanzierungsportfolio.

Der große Vorteil von USPPs im Vergleich mit Schuldscheindarlehen besteht für die Maschinenbau GmbH in den höheren platzierbaren Volumina. So sind höhere Beträge mit den Investoren am US-amerikanischen Markt einfacher abzuschließen. Diese gelten als unkomplizierter und früher bereit, höhere Investitionen zu tätigen. Zudem lassen sich mit USPPs längere Laufzeiten abbilden. Als nachteilig werden die Abhängigkeit von der US-amerikanischen Gesetzgebung und mögliche Auswirkungen aus kurzfristigen Entscheidungen der US-Legislative gesehen.

Der Vorteil von sowohl Schuldscheindarlehen als auch USPPs ist der rasche Vollzug der Begebung. So sind Schuldscheindarlehen innerhalb weniger Wochen begebbar. Die Platzierung eines USPPs beträgt ebenfalls lediglich sechs bis acht Wochen. Einen Vorteil beider Instrumente gegenüber einem Bankkredit bieten

die längeren Laufzeiten, welche die Investoren eingehen. Zudem schätzt die Maschinenbau GmbH die aktuell erzielbaren, günstigen Konditionen einer Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital.

Die Maschinenbau GmbH sieht privat platziertes Fremdkapital als für Familienunternehmen besonders geeignet an, weil es mit dessen Begehung möglich ist, andere Finanzierungsquellen als den klassischen Bankkredit zu erschließen, ohne eine zu große Transparenz gegenüber der Öffentlichkeit herzustellen. Ebenso werden damit die Anforderungen von Familienunternehmen an die Finanzierung, wie längere Laufzeiten, gedeckt. So lassen sich mit diesen Finanzierungsinstrumenten weitere Standbeine der Unternehmensfinanzierung aufstellen, ohne von den Ansprüchen eines Familienunternehmens abzuweichen.

#### *Empfehlung an andere Familienunternehmen*

Generell empfiehlt die Maschinenbau GmbH die Nutzung von Schuldscheindarlehen und USPPs.

Als konkrete Empfehlung für die Platzierung von USPPs wird erachtet, dass große Versicherungsunternehmen als Investoren ausgewählt werden, da die Wahrscheinlichkeit deren Insolvenz als sehr gering eingestuft wird und somit das Risiko des Gläubigerausfalls niedrig ist. Ebenso sollten Familienunternehmen einen Rechtsanwalt für die Umsetzung heranziehen, welcher mit dem Vertragswerk und den rechtlichen Besonderheiten vertraut ist. Insbesondere für die erstmalige Platzierung erscheint die Einbeziehung einer internationalen Großbank, welche mit dem Finanzierungsinstrument vertraut ist, ratsam. Im Hinblick auf die OFAC-Regeln wird empfohlen, regelmäßig die veröffentlichten Embargolisten zu verfolgen.

Um einem Gläubigerausfall vorzubeugen wird eine Streuung von Investoren und Finanzierungsinstrumenten empfohlen. Hier erscheint von Relevanz, mit verschiedenen Kapitalgebern, welche notfalls einspringen und bestimmte Volumen stemmen können, Kontakt zu halten und die Beziehungen zu pflegen. Mit der Aufnahme von privat platziertem Fremdkapital muss ein Unternehmen in der Lage sein, den Informationspflichten nachzukommen und bspw. zeitnah die Berechnung von Covenants bereitstellen. Für den Aufbau einer vertrauensvollen Kapitalnehmer-Kapitalgeber-Beziehung sollten den Investoren eine plausible Story, Transparenz und Offenheit entgegengebracht werden.

#### *Präferenz verschiedener Finanzierungsinstrumente*

Neben der Gewinnthesaurierung präferiert die Maschinenbau GmbH Konsortialkredite zur kurz- bis mittelfristigen Finanzierung sowie die Kombination aus Schuldscheindarlehen und USPPs für die langfristige Finanzierung. Weitere vorstellbare Finanzierungsinstrumente zur Beimischung sind Förderkredite von

der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) und der Europäischen Investitionsbank. Ebenso werden Factoring und Leasing als interessant für die Ergänzung der Finanzierung angesehen. Weitere Finanzierungsinstrumente, wie Mittelstandsanleihen, klassische Unternehmensanleihen, Mezzaninkapital oder Private Equity, sind für die Maschinenbau GmbH nicht relevant.

## Messer Group GmbH

### *Verwendete Quellen:*

- *Interview mit dem CEO der Messer Group GmbH, Herrn Stefan Messer, am 15.09.2014*<sup>536</sup>
- *Interview mit dem CFO der Messer Group GmbH, Dr. Hans-Gerd Wienands, am 15.09.2014*<sup>537</sup>
- *Interview mit dem Group Treasurer der Messer Group GmbH, Herrn Markus Müller, am 15.09.2014*<sup>538</sup>
- *Geschäftsbericht des Jahres 2013*<sup>539</sup>
- *Unternehmensinformationen aus dem Internetauftritt*
- *Presseberichte über die Messer Group GmbH*

### 1 Historie und Unternehmensinformationen

Die Ursprünge der heutigen Messer Group GmbH gehen auf das Jahr 1898 mit der Eröffnung einer Werkstatt von Acetylenentwicklern und -beleuchtungskörpern durch Adolf Messer in Frankfurt am Main zurück. Kurze Zeit später wurden als neue Geschäftsfelder das autogene Schweißen und Schneiden sowie der Bau von Erzeugungsanlagen für Sauerstoff eröffnet. 1953 ging das Unternehmen an die nächste Generation in Person von Dr. Hans Messer über, welcher das Unternehmen im Jahre 1965 mit Teilen der deutschen Hoechst Gruppe zum Unternehmen Messer Griesheim zusammenschloss. Das Unternehmen wurde zu diesem Zeitpunkt zu einem Drittel von der Familie gehalten, wobei sich die Familie weitreichende Veto-Rechte zusichern ließ. Zudem wurde der Posten des Geschäftsführers weiterhin von Dr. Hans Messer bekleidet. Messer Griesheim GmbH avancierte zum globalen Anbieter für Industriegase, Tieftemperaturanlagen sowie Produkte für die Schweiß- und Schneidtechnik.

---

536 Vgl. Messer Group GmbH, Herr Messer (15.09.2014).

537 Vgl. Messer Group GmbH, Dr. Wienands (15.09.2014).

538 Vgl. Messer Group GmbH, Herr Müller (15.09.2014).

539 Vgl. Messer Group GmbH (2013).

Ab dem Jahre 1994 fand ein Strategiewechsel in der Hoechst-Gruppe statt. Zu diesem Zeitpunkt fiel der Entschluss, die Messer Griesheim GmbH zu veräußern. Um den Verkaufswert für die Anteile am Unternehmen zu erhöhen schlug der seit 1993 agierende, familienfremde CEO mit Unterstützung des Vorstands der Hoechst Gruppe einen aggressiven Wachstumskurs ein, welcher zu einer starken Überschuldung der Messer Griesheim GmbH führte. Aufgrund der hohen Verschuldung des Unternehmens und der weitreichenden Mitspracherechte der Familie, ergaben sich nur wenige Ausstiegsmöglichkeiten für die Hoechst AG. So wurden schließlich im Jahre 2001 die Anteile der mittlerweile zur Aventis Gruppe gehörenden Hoechst AG an zwei Finanzinvestoren im Rahmen des zum damaligen Zeitpunkt größten Private-Equity-Deals in Deutschland veräußert.

Im Jahre 2004 kaufte die Familie Messer durch Ausübung einer, beim Einstieg der Finanzinvestoren festgeschriebenen, Call-Option die Anteile von den Finanzinvestoren zurück. Um diesen Rückkauf zu stemmen, musste das Geschäft in Deutschland, den USA und Großbritannien veräußert werden. Seitdem ist das Unternehmen wieder zu 100 % in Familienhand und firmiert unter dem Namen Messer Group GmbH. Das heute von Stefan Messer in dritter Generation geführte Unternehmen produziert Industriegase, wie Sauerstoff, Stickstoff, Argon, Wasserstoff, Kohlendioxid, Helium, Schweißschutzgase, Spezialgase, medizinische Gase und divergente Gasgemische. Im Jahre 2013 war die Messer Group GmbH mit 5.404 Mitarbeitern in über 30 Ländern aktiv und erwirtschaftete dabei einen Umsatz von 1,027 Mrd. EUR.

Das Eigentum am Unternehmen verteilt sich zu 73 % auf sechs Familienmitglieder, wobei die restlichen 27 % der Anteile von der Adolf-Messer-Stiftung gehalten werden. Neben Stefan Messer als CEO und Familienmitglied der dritten Generation ist noch dessen Schwiegersohn im Unternehmen tätig.

Im Hinblick auf den Beschluss weitreichender Entscheidungen zeichnet sich die Familie hauptsächlich für die langfristige Strategie verantwortlich. Diese wird in Sitzungen der Gesellschafterversammlung festgelegt und in das Unternehmen eingebracht. Über einzelne Projekte und Investitionen entscheiden verschiedene Gremien im Unternehmen. So sind ein Geschäftsleitungskreis, ein Investmentforum sowie ein Aufsichtsrat installiert, deren Zustimmung je nach Höhe der Investitionssumme eingeholt wird. Die Finanzierung des Unternehmens selbst wird dabei weitestgehend ohne Einfluss der Familie gesteuert.

## 2 Hintergrund Finanzierung

Der CFO der Messer Group GmbH, Dr. Gerd Wienands wechselte im Jahre 2004, aus seiner Beschäftigung als Partner einer großen Anwaltskanzlei, auf seinen

derzeitigen Posten im Familienunternehmen. Der Group Treasurer des Unternehmens, Herr Markus Müller, war zuvor bei der deutschen Filiale einer französischen Großbank beschäftigt und trat im Jahre 1998 in das Unternehmen ein.

Die Fremdfinanzierung des Unternehmens basiert auf drei Säulen. Für die langfristige Finanzierung werden USPPs eingesetzt. Zur kurzfristigen Finanzierung steht – im Rahmen eines syndizierten Bankkredits – ein Revolving Facility Agreement (RFA) zur Verfügung. Diese beiden Instrumente sind in ihrer Ausgestaltung eng miteinander verzahnt, um eine Besserstellung einer Gläubigergruppe zu vermeiden. Zusätzlich nutzt die Messer Group GmbH im Wesentlichen in USD notierte, Offshore-Finanzierungen, welche am Standort China eingesetzt werden.

In der Messer Group GmbH wird hoher Wert auf eine ausreichend hohe Eigenfinanzierungskraft gelegt. So zeigt die Familie hinsichtlich der Dividendenausschüttung eine recht starke Zurückhaltung, sodass das Unternehmen einen Großteil der Jahresüberschüsse für die Unternehmensfinanzierung heranziehen kann.

Als Anforderung an die Unternehmensfinanzierung gilt zum einen, dass diese langfristig aufgestellt sein sollte. Dies hängt mit dem Geschäftsmodell des Unternehmens zusammen, da die getätigten Investitionen üblicherweise auf einen längeren Zeitraum ausgelegt sind – bspw. beträgt der Investitionszyklus einer Luftzerlegungsanlage 10 bis 15 Jahre. Zum anderen sollte die Finanzierung eine gewisse Stabilität aufweisen. Demgemäß möchte das Unternehmen auf der Basis gesicherter Kosten und Zinsen die Planbarkeit der Finanzierung sicherstellen. Ein weiteres Finanzierungsziel lautet, die Anzahl an Kapitalgebern im Sinne einer besseren Verhandlungsführung gering zu halten, wie Dr. Wienands meint: »Das war auch immer das erklärte Ziel, möglichst einen sehr überschaubaren Kreis an Finanzpartnern zu haben, mit denen man dann auch wirklich auf Augenhöhe reden kann«<sup>540</sup> Für eine Reduzierung des Refinanzierungsaufkommens wird zudem die Politik verfolgt, keine Finanzierungen unter 100 Mio. EUR durchzuführen. Ansonsten stünden aufgrund des hohen Kapitalbedarfs kontinuierlich Refinanzierungen an, welche aufgrund der historisch bedingten komplexen Finanzierungsstruktur zu einem hohen Aufwand für die Finanzabteilung führen würden.

### 3 Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital

Als Vertreter von privat platziertem Fremdkapital setzt die Messer Group GmbH USPPs in ihrer Finanzierung ein. Hierfür frequentierte das Unternehmen bereits

---

540 Messer Group GmbH, Dr. Wienands (15.09.2014).

drei Mal – in den Jahren 2005, 2011 und 2012 – den US-amerikanischen Kapitalmarkt. Mit dem ersten USPP im Jahre 2005, mit Laufzeiten der Tranchen von sieben und zehn Jahren, sammelte das Unternehmen bei mehreren Investoren 252 Mio. USD ein. Mit der zweiten Begebung im Jahre 2011 mit zehnjähriger Laufzeit wurden 217 Mio. USD Erlöst. Bei der dritten Emission wurden 100 Mio. USD und zusätzlich 46,3 Mio. EUR – bei einer Fälligkeit der Tranchen nach 10, 12 und 15 Jahren – aufgenommen. Der Zinssatz bewegt sich für die EUR-Tranchen bei den letzten beiden USPPs zwischen 3,68 % sowie ca. 4,70 % und bei den USD-Tranchen zwischen 4,04 % und 4,86 %. Die Verzinsung wurde dabei entsprechend der Marktgewohnheiten fixiert. Alle USPPs sind endfällig ausgestaltet. Für die Instrumente wurden Sicherheiten in Form von Anteilsverpfändungen an Konzerngesellschaften und Garantien durch Konzerngesellschaften hinterlegt. Auf die Anteilsverpfändungen werden die Gläubiger mit Fälligkeit der zweiten Tranche des ersten USPPs am 02.08.2015 verzichten, sollten von der Messer Group GmbH die vereinbarten Covenants eingehalten werden. Der Hintergrund der Sicherheiten ist, dass diese im Rahmen des ersten USPPs von den Investoren eingefordert wurden, da zum damaligen Zeitpunkt die Messer Group GmbH, aufgrund der Nachwirkungen der Messer Griesheim GmbH-Ära, eine hohe Verschuldung aufwies. Aus Gründen der Gleichstellung aller Gläubiger wurden diese Sicherheiten in die folgenden Finanzierungsverträge bis zum Ablauf des ersten USPPs übernommen.

Die USPPs sind nicht nach Rule 144 A<sup>541</sup> begeben und somit fest bei verschiedenen großen Versicherungen und Investmentgesellschaften platziert. Als Türöffner zu den Investoren des ersten USPPs fungierte ein Berater einer großen europäischen Bank. Dieser war aufgrund seines Werdegangs mit Vertretern der Kapitalgeber bekannt und arrangierte für die Messer Group GmbH die Termine für die Road Show, welche sich über drei Tage erstreckte. Die Begebung des ersten USPPs war nach ca. sechs Wochen abgeschlossen. Bei den weiteren Emissionen verkürzte sich der Zeitraum aufgrund entfallener Vorarbeiten sowie durch den direkten Zugang zu den bestehenden Investoren auf vier Wochen.

### *Motivation*

Die Motivation der Messer Group GmbH für die Begebung von USPPs liegt in deren langen Laufzeiten begründet. Wie zuvor aufgezeigt, verfügt das Unternehmen über ein sehr langfristig orientiertes Geschäftsmodell mit entsprechenden Anforderungen an die Unternehmensfinanzierung. Da mit USPPs Laufzeiten über zehn Jahren möglich und auch gängig, aber solche langen Laufzeiten mit deutschen Kapitalgebern nicht abbildbar sind, fiel die Entscheidung für eine Kapitalaufnahme am US-amerikanischen Markt. Ebenso

---

541 Siehe zu Rule 144 A Abschnitt 4.3.7.2.

verfolgte das Familienunternehmen mit dem ersten USPP das Ziel, die Abhängigkeit von den Banken zu reduzieren. Zudem verfügt der US-amerikanische Markt über eine recht hohe Liquidität, sodass die anvisierten Volumen i. d. R. deutlich überschritten werden, womit die Kapitalaufnahme gesichert ist. So meint Herr Messer hierzu: »Also Kreditklemme, das kennen wir überhaupt nicht«<sup>542</sup>.

### *Einfluss der Familie*

Der Einfluss der Familie auf die Finanzierung mit USPP ist als gering einzustufen. So ist Herr Stefan Messer wie auch weitere Unternehmensvertreter zwar an der Roadshow für das erste USPP zur Präsentation des Unternehmens beteiligt gewesen. Die Finanzierung selbst ist jedoch von der Finanzabteilung aufgestellt und gesteuert worden.

Von Seiten der Familie gab es keine Bedenken hinsichtlich der Effekte einer solchen Finanzierung. Die Öffnung des Unternehmens gegenüber neuen Investorengruppen wurde begrüßt, da sich so die Möglichkeit ergab, die Anzahl an Finanzierungspartnern zu reduzieren und mit den wenigen verbliebenen Beteiligten eine enge und vertrauensvolle Zusammenarbeit einzugehen. Auch eine mögliche Erhöhung der Transparenz des Unternehmens wurde nicht als kritisch betrachtet, da das Unternehmen bereits seit Jahren eine sehr offene und transparente Kommunikationspolitik verfolgte und diese von der Familie ausdrücklich gewünscht war.

### *Voraussetzungen für eine erfolgreiche Finanzierung mit USPPs*

Als wichtigste Voraussetzung für eine erfolgreiche Platzierung von USPPs gilt lt. Herrn Müller für die Messer Group GmbH eine hohe Transparenz des Unternehmens, d. h. »Sie müssen schon relativ kapitalmarktnah in Ihrer gesamten Aufstellung sein«<sup>543</sup>. Eng verbunden mit der Transparenz sind ein professionelles Berichtswesen und eine verlässliche Unternehmensplanung. So sollten sich eine gewisse Beständigkeit im Handeln sowie ein Halten an kommunizierte Pläne und Strategien festmachen lassen. Dies wird für eine erfolgreiche und vertrauensvolle Kapitalgeber-Kapitalnehmer-Beziehung als unerlässlich angesehen. Dadurch, dass der US-amerikanische Kapitalmarkt aufgesucht wird, ist ein Reporting nach IFRS, wie es die Messer Group GmbH durchführt, gewünscht, wobei eine Bilanzierung nach US-GAAP als noch vorteilhafter erachtet wird. Zudem sollte ein Unternehmen über einen stabilen Cash Flow zur sicheren Bedienung der Zinsen verfügen sowie eine Story aufweisen, welche auf einem historisch soliden Geschäftsmodell und einem positiven Zukunftsausblick

542 Messer Group GmbH, Herr Messer (15.09.2014).

543 Messer Group GmbH, Herr Müller (15.09.2014).

gründet. Eine weitere Voraussetzung ist ein guter, persönlicher Kontakt zu den Investoren für eine reibungslose sowie schnelle Kommunikation und Abwicklung von Geschäftsprozessen. Hierzu meint Herr Messer: »Also das ist schon sehr wichtig, dass Sie auch einen persönlichen Draht zu den Leuten haben, von denen Sie das Geld bekommen«<sup>544</sup>

#### *Herausforderungen einer Finanzierung mit USPPs*

Als Herausforderung einer Finanzierung mit USPPs zeigt sich das Vertragswerk. So basiert die Dokumentation auf einem Standardvertrag nach New Yorker Recht, welcher mit über 100 Seiten sehr umfangreich ist. Für das Verständnis sind ein intensives Befassen mit dem Vertrag sowie umfassender rechtlicher und finanzieller Sachverstand notwendig.

Ein frühzeitiger Ausstieg aus einer Finanzierung mit USPPs ist mit hohen Kosten für den Kapitalnehmer verbunden. So sieht die Messer Group GmbH die Entrichtung der dann fälligen Make-Whole-Prämie<sup>545</sup> als einziges Risiko, welches mit einer solchen Finanzierung verbunden ist. Somit ist ein Unternehmen mit Abschluss eines USPPs gewissermaßen an dieses über die gesamte Laufzeit gebunden.

Besondere Risiken aufgrund der geringen Anzahl an Investoren sehen die Vertreter der Messer Group GmbH nicht. Sie begrüßen vielmehr diesen Umstand, da zum einen ein geringerer Kommunikationsaufwand betrieben werden muss und zum anderen die Investoren aufgrund der höheren Einzeltickets das Familienunternehmen genauer kennen und sich intensiver mit diesem beschäftigen. In der Folge führt dies zu einer vereinfachten Umsetzung der Anschlussfinanzierung.

#### *Folgen einer Finanzierung mit USPPs*

Mit der Finanzierung über USPP reduzierte die Messer Group GmbH die Anzahl ihrer Banken und konzentrierte Ihre Geschäftsbeziehungen immer stärker auf wenige Kapitalgeber. Weitere Folgen aufgrund der Hereinnahme dieses Finanzierungsinstruments wurden nicht erfasst. So kam es zu keiner weiteren Erhöhung des Professionalisierungsgrades, da dieser bereits durch den Einfluss der

---

544 Messer Group GmbH, Herr Messer (15.09.2014).

545 Die Make-Whole-Prämie ist der Betrag, welcher sich aus der Differenz der Verzinsung des USPP-Investments und der Verzinsung eines alternativen Investments über die Restlaufzeit ab Kündigung bis zur vertraglich festgelegten Fälligkeit für den Kapitalgeber ergibt. Diese Differenz ist bei positivem Betrag vom Familienunternehmen als Entschädigung für den entgangenen Ertrag des Investors an diesen zu entrichten, vgl. Messer Group GmbH, Herr Müller (15.09.2014); Ernst & Young (2013), S. 3. Siehe hierzu auch die Ausführungen in Abschnitt 4.3.7.2.

Finanzinvestoren in der Private-Equity-Ära der Jahre 2001 bis 2004 auf einem sehr hohen Niveau war.

#### 4 Bewertung und Alternativen von privat platziertem Fremdkapital

Die Messer Group GmbH zeigt sich mit ihrer Finanzierung über USPPs äußerst zufrieden. So werden die langen Fristigkeiten und die rasche Platzierung hoher Volumen sehr geschätzt. Zudem zeigen die amerikanischen Investoren eine hohe Professionalität. Diese hat sich lt. Dr. Wienands insbesondere während der Platzierung des ersten USPPs, als sich in der Messer Group GmbH noch die Nachwirkungen des LBO zeigten, konstatieren lassen: »Also [...] die Realität zeigt, dass Amerikaner mit so etwas viel professioneller umgehen und auch deutlich weniger Berührungängste mit solchen Themen haben. Die sind halt mehr Profis als die Europäer«<sup>546</sup>. Das Vertragswerk ist im Vergleich mit anderen Finanzierungsformen zwar recht kompliziert und umfangreich. Herrscht jedoch Verständnis von diesem vor, so sind die Anschlussfinanzierungen rasch, unkompliziert und mit äußerst wenigen Änderungen durchführbar.

Schuldscheindarlehen waren insbesondere Mitte der 2000er Jahre für die Messer Group aufgrund der zum damaligen Zeitpunkt maximalen Fristigkeit von fünf Jahren uninteressant. Mittlerweile erscheinen diese aufgrund länger abbildbarer Laufzeiten durchaus als Finanzierungsalternative interessant, wenn sie mit USPPs in Einklang gebracht werden können. Jedoch gilt für die Messer Group GmbH weiterhin eine Präferenz hinsichtlich USPPs. So wird bei Schuldscheindarlehen als großer Nachteil erachtet, dass bei diesen kein Quorum bzw. Mehrheitsbeschluss der Kapitalgeber möglich ist. Werden zustimmungspflichtige Änderungen im Unternehmen durchgeführt, erfordert dies die Akzeptanz jedes einzelnen Investors. Hier erscheint für die Messer Group GmbH der Kommunikationsaufwand zu hoch. Im Gegensatz dazu ist bei einem USPP bei den meisten Themen ein Mehrheitsbeschluss möglich.

Klassische Unternehmensanleihen wären zwar theoretisch eine Alternative für die Messer Group GmbH aufgrund der hohen platzierbaren Volumina. Jedoch wird eine derartige Emission als zu aufwendig im Vergleich mit einer USPP-Begebung gesehen und deshalb nicht angestrebt.

#### *Empfehlungen an andere Familienunternehmen*

Die Nutzung von USPPs wird anderen Familienunternehmen von der Messer Group GmbH empfohlen, wenn diese bestimmte Kriterien erfüllen. So müssen die Unternehmen eine den üblichen Platzierungsvolumen entsprechende Größe

---

546 Messer Group GmbH, Dr. Wienands (15.09.2014).

aufweisen, sowie nach IFRS berichten. Ebenso sollte sowohl eine hohe Transparenz gezeigt werden, als auch ein ähnlich langfristig orientiertes Geschäftsmodell, wie das der Messer Group GmbH zugrunde liegen. Entscheidend ist zudem, inwiefern ein Unternehmen über rechtliche und finanzielle Expertise verfügt. Diese ist für das Verständnis und die Abnahme der umfangreichen US-amerikanischen Dokumentation unerlässlich und sollte nach Möglichkeit im eigenen Hause vorhanden sein.

#### *Präferenz verschiedener Finanzierungsinstrumente*

Im Hinblick auf die Präferenz einzelner Finanzierungsinstrumente sieht die Messer Group GmbH die Finanzierung über Gewinnthesaurierung bzw. Eigenmittel als essenziell an. Für die Fremdfinanzierung wird eine Kombination aus USPPs und kurzfristiger Bankfinanzierung als optimal gesehen. Weitere Finanzierungsinstrumente stehen nur geringfügig im Fokus des Managements: »Danach kommt ehrlich gesagt lange nichts.«<sup>547</sup> Mögliche Alternativen wären Schuldscheindarlehen und Anleihen. Das Unternehmen lehnt solche Instrumente, für welche ein Rating notwendig ist, ab. Auch eine Finanzierung über Private Equity, wie sie in der Vergangenheit genutzt wurde, wird für die Zukunft nicht mehr als Alternative erachtet.

## **Bildungs-AG**

#### *Verwendete Quellen:*

- *Interview mit dem ehemaligen CFO der Bildungs-AG am 05.06.2014*<sup>548</sup>
- *Interview mit einem Familienratsmitglied der Bildungs-AG am 04.08.2014*<sup>549</sup>
- *Wertpapierprospekt der zweiten Anleihe der Bildungs-AG*<sup>550</sup>
- *Imagebroschüre der Bildungs-AG*<sup>551</sup>
- *Unternehmensinformationen aus dem Internetauftritt*
- *Informationen aus dem Bundesanzeiger*

### 1 Historie und Unternehmensinformationen

Die Wurzeln der Bildungs-AG mit Stammsitz im Süden Deutschlands gehen auf das Ende des 19. Jahrhunderts zurück. Zu dieser Zeit übernahm die heute in der

---

547 Messer Group GmbH, Dr. Wienands (15.09.2014).

548 Vgl. Bildungs-AG, CFO (05.06.2014).

549 Vgl. Bildungs-AG, Familienratsmitglied (04.08.2014).

550 Vgl. Bildungs-AG (2009).

551 Vgl. Bildungs-AG (2013).

4. Generation befindliche Inhaberfamilie das als Verlag und Druckerei gegründete Unternehmen, baute die beiden Geschäftsbereiche aus und erweiterte diese um ein Schulbuchprogramm. Nach Ende des Zweiten Weltkriegs entstand neben dem allgemeinen Verlag ein eigener Schulbuchverlag, welcher sich bald zu einem der größten in Deutschland entwickelte. In den 1970er Jahren entwickelte sich die Bildungs-AG durch Zukäufe und Beteiligungen zu einer diversifizierten Unternehmensgruppe. Im Jahre 1989 wurde die Druckerei aufgegeben, womit die Bildungs-AG in der Folge als Bildungsunternehmen auftrat. Zu Beginn des neuen Jahrtausends gründete das Familienunternehmen zwei Hochschulen und baute somit die Geschäftsfelder Fern- und Fernhochschulen aus. Heute versteht sich die Bildungs-AG als vielfältiges Bildungsunternehmen mit den Schwerpunkten Schüler-, Erwachsenen- und Weiterbildung. Die Produktpalette umfasst dabei nicht nur (Schul-)Bücher, sondern auch Lehr- und Lernmittel, Bildungsdienstleistungen und Wissenschafts- und Kulturmedien.

Die Gruppe mit über 2.800 Mitarbeitern erwirtschaftete im Jahre 2013 einen Umsatz von ca. 450 Mio. EUR. Das alleinige Eigentum am Unternehmen verteilt sich auf 34 Familienmitglieder, wobei kein Gesellschafter einen Anteil von über 10 % am Unternehmen hält. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt befinden sich ein Familienmitglied im zweiköpfigen Vorstand sowie ein weiteres Familienmitglied als Geschäftsführer in einer Unternehmenssparte. Als Kontrollorgane sind ein Aufsichtsrat, der zur Hälfte aus Familienmitgliedern besteht, sowie ein Familienrat mit fünf Mitgliedern, welcher alle Gesellschafter repräsentiert, installiert. Dabei besteht die Hauptaufgabe des Familienrats darin, den Aufsichtsrat zu berufen, wobei maximal zwei Familienratsmitglieder im Aufsichtsrat und/oder Vorstand vertreten sein dürfen. In der strategischen Entscheidungsfindung und für das gesamte operative Geschäft gilt das »eiserne Prinzip«<sup>552</sup>, dass diejenigen beschließen, welche die Verantwortung im Unternehmen tragen. Demzufolge werden Entscheidungen mit größerer Tragweite im Vorstand getroffen. Somit wird einer Einflussnahme von zu vielen Seiten vorgebeugt. Für größere Investitionen sind jedoch Sperrklauseln vereinbart, sodass der Aufsichtsrat Investitionen von über 10 Mio. EUR absegnen muss und die Zustimmung des Familienrats bei Beträgen ab 20 Mio. EUR erforderlich ist. Mit dieser Ausgestaltung wird sichergestellt, dass die Gesellschafter von tiefgreifenden und evtl. folgenreichen Entscheidungen nicht ausgeschlossen sind.

---

552 Bildungs-AG, CFO (05.06.2014).

## 2 Hintergrund Finanzierung

Der ehemalige Finanzvorstand, der sich für die Emission der beiden Anleihen verantwortlich zeichnet, ist kein Familienmitglied und trat zu Beginn der 1990er Jahre in das Unternehmen ein. Die Bildungs-AG verfügt über eine recht diversifizierte Unternehmensfinanzierung. So werden für die langfristige Finanzierung Bankkredite und bis Ende des Jahres 2013 die Anleihe eingesetzt. Zudem wurde bereits im Jahre 1993 ein Genussrechtsprogramm für die Mitarbeiter mit 25-jähriger Laufzeit aufgelegt. Für die kurzfristige Finanzbedarfsdeckung des stark saisonalen Geschäfts werden Kreditlinien eingesetzt.

Im Hinblick auf die Finanzierung wird der Sicherheit hoher Wert beigegeben. So ist definiert, dass ein substanzieller Teil des Jahresüberschusses für eine starke Eigenkapitalbasis thesauriert wird. Für die Fremdfinanzierung ist festgelegt, dass langfristige Verpflichtungen ebenfalls langfristig gedeckt sind. Zudem wird nach Möglichkeit vermieden, Sicherheiten zu stellen. So wird bspw. die Aufnahme von Hypotheken kategorisch abgelehnt. Stattdessen erhalten die Banken virtuelle Sicherheiten, da jährlich eine Bewertung von Tochterunternehmen, welche im Notfall veräußert und zur Deckung des Kapitalbedarfs herangezogen werden können, stattfindet und gegenüber den Banken kommuniziert wird. Ebenso möchte die Bildungs-AG keine Konsortialkredite in der Finanzierungsstruktur aufweisen.

Generell gilt im Hinblick auf die Projektfinanzierung der Wunsch der Gesellschafter, dass nur solche Investitionen durchgeführt werden, welche das Unternehmen als Ganzes nicht gefährden.

Von Familienseite gibt es zwei weitere konkrete Anforderungen neben der Sicherheit an die Finanzierung. Zum einen herrscht hier die Vorstellung einer Ziel-Eigenkapitalquote von 25 % und zum anderen wird kein Eigenkapital eines Dritten neben der Holding akzeptiert.

## 3 Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital

Die Bildungs-AG emittierte bereits zwei Anleihen in Eigenemission. Während mit der ersten Anleihe im Jahre 2005 30 Mio. EUR aufgenommen wurden, umfasste die Emission der zweiten Anleihe im Jahre 2009 ein Volumen von 50 Mio. EUR. Beide Anleihen hatten eine Laufzeit von fünf Jahren mit einem Zinssatz von 7 % und waren nicht an einer Börse notiert. Mit den Anleihen sollten hauptsächlich Privatanleger angesprochen werden, weswegen die Stückelung auf jeweils 1.000 EUR festgelegt wurde. Die durchschnittliche Anlage-summe von ca. 10.000 EUR bei der ersten Emission und ca. 14.000 EUR bei der zweiten Emission wurde von vornehmlich aus dem süddeutschen Raum stam-

menden privaten Anlegern platziert. Zurückzuführen ist diese Konzentration auf die lokale Bekanntheit der Bildungs-AG in diesem Teil Deutschlands.

Beide Anleihen waren weder besichert noch nachrangig. Dabei war zum Emissionszeitpunkt vertraglich festgelegt, dass die Verbindlichkeiten gegenüber den Anleihegläubigern auch in der Zukunft den gleichen Rang wie nicht besicherte und nicht nachrangige Verbindlichkeiten der Bildungs-AG aufweisen. Die Gläubiger besaßen nur im Falle der Insolvenz der Bildungs-AG ein außerordentliches Kündigungsrecht, womit sich die Bildungs-AG eine Planungssicherheit im Hinblick auf das angelegte Kapital und dessen Verzinsung sicherte. Der Emittent hingegen hatte das Recht auf vorzeitige Kündigung der Anleihe, welches auch in beiden Fällen ausgeübt wurde. Da die Tilgung der ersten Anleihe kurze Zeit nach der Emission der zweiten Anleihe hätte erfolgen sollen und die Bildungs-AG den bereits investierten Anlegern die Möglichkeit eines weiteren Investments bereiten wollte, unterbreitete das Familienunternehmen den Investoren der ersten Anleihe das Angebot, diese gegen die zweite Inhaberschuldverschreibung zu tauschen. Circa ein Drittel der Anleger nahmen dieses Angebot an, was für die Bildungs-AG als Ausdruck des Vertrauens und der Zufriedenheit mit der Investition angesehen wird.

Der Vertrieb der Anleihe erfolgte in Eigenregie mit der Schaltung von Anzeigen in verschiedenen Medien, hauptsächlich Zeitungen. Aufgrund dieses öffentlichen Angebots war die Erstellung eines Wertpapierprospekts notwendig, welches in Zusammenarbeit mit einer Anwaltskanzlei durchgeführt wurde. Somit sind die Anleihen der Bildungs-AG nicht als klassische Privatplatzierung im engeren Sinn zu sehen, weisen jedoch aufgrund der fehlenden Börsennotierung und des unterjährigen Reportings deren Charakteristika auf.

### *Motivation*

Als Folge des Zusammenbruchs des Neuen Markts zu Beginn des neuen Jahrtausends nahm die Bildungs-AG einen Rückzug der Banken aus der Kreditvergabe wahr. Zu diesem Zeitpunkt wurde von den Banken die Strategie ausgegeben, weniger auf das klassische Kreditgeschäft zu setzen und vielmehr als Intermediäre zu wirken, die private und institutionelle Investoren und Unternehmen für eine Vermittlungsprovision zusammenführen. Aus fehlendem Verständnis für diese Strategie und der Notwendigkeit einer kostenintensiven Bankberatung fasste der damalige Finanzvorstand der Bildungs-AG den Entschluss, eine eigenständige Finanzierung ohne Unterstützung der Kreditinstitute durchzuführen. Ebenfalls getrieben wurde diese Entscheidung durch negative Erfahrungen mit einer Hausbank Ende der 1980er Jahre, welche nach 74-jähriger Geschäftsbeziehung für die Bildungs-AG ohne triftigen Grund die Kreditlinien kündigte. Diese Erfahrung war für die Gesellschafterfamilie sehr prägend: »Und dieser Schreck sitzt uns schon im Nacken. Das ist einfach in meiner Kindheit ein großes Thema gewesen,

die Banken. Deswegen haben wir gesagt, wir wollen uns von den Banken unabhängig machen.«<sup>553</sup> Nach dem Vergleich mehrerer Finanzierungsoptionen fiel schließlich die Entscheidung für die Anleihe.

Als weitere Motivation galt die Möglichkeit der Diversifizierung der Gläubigerbasis. So fühlte sich die Bildungs-AG zum damaligen Zeitpunkt von den Banken regelrecht »gegängelt«<sup>554</sup> aufgrund vermehrt auftretender Vorschriften und Mitspracheforderungen. Somit versprach sich die Bildungs-AG mit der Anleihe zum einen weniger Forderungen von Seiten der vielen Privatanleger, und zum anderen ein weniger offensives Auftreten der Banken.

Bei der Begebung der zweiten Anleihe war das Bedürfnis nach Sicherheit einer der Haupttreiber. So wurde diese während des schwierigen Marktumfeldes im Jahre 2009, als seitens der Bildungs-AG eine hohe Unsicherheit hinsichtlich der zukünftigen Bankfinanzierung herrschte, aufgelegt. Mit einer neuerlichen Anleihe konnte somit die Finanzierung abermals selbst in die Hand genommen werden. Dabei wurde als vordergründiges Ziel eine langfristige Kapitalbeschaffung fokussiert und nicht einer möglichst optimalen Gestaltung der Konditionen.

#### *Einfluss der Familie*

Von Seiten der Gesellschafter erfuhr die Anleiheemission große Unterstützung. Aufgrund der zuvor aufgezeigten negativen Erfahrungen mit den Banken in der Vergangenheit waren die Gesellschafter offen für die Alternative und unterstützten diese »mit voller Breite«<sup>555</sup>. Zwar gab es Diskussionen im Gesellschafterkreis über die Anleihe, diese drehten sich jedoch nicht um das Instrument an sich, sondern um die möglichen Folgen einer missglückten Emission. Ebenso standen die Anteilseigner der Offenlegung der Gesellschaft durch den Wertpapierprospekt und der Bewerbung nicht negativ gegenüber, da bereits eine Öffnung des Unternehmens mit dem Rechtsformwechsel zu einer AG in den 1990er Jahren erfolgte und der ehemalige Vorstandsvorsitzende »sehr offensiv kommuniziert«<sup>556</sup> hatte. Somit waren die Familienmitglieder bereits mit der Öffentlichkeit vertraut.

#### *Prozess der Finanzierung mit privat platzierten Anleihen*

Die Finanzierungsumsetzung erfolgte weitestgehend in Eigenregie der Bildungs-AG. So wurde auch das Pricing der Anleihen über eine eigenständige Kalkulation mittels des fiktiven Ratings unter Zuhilfenahme der an der Börse für vergleichbare Titel geforderten Konditionen ermittelt. Dabei wurde im Hinblick

---

553 Bildungs-AG, Familienratsmitglied (04.08.2014).

554 Bildungs-AG, CFO (05.06.2014).

555 Bildungs-AG, CFO (05.06.2014).

556 Bildungs-AG, Familienratsmitglied (04.08.2014).

auf Marketing- und Vertriebsaktivitäten ein runder Wert von 7 % festgelegt, um eine stärkere Aufmerksamkeit potenzieller Investoren zu erhalten. In Zusammenarbeit mit einer Marketingagentur wurden Anzeigen entwickelt, in welchen das Hauptaugenmerk auf der Verzinsung von 7 % (»eye catcher«<sup>557</sup>) lag, und über ein halbes Jahr in regionalen und überregionalen Medien platziert. Für die Prospekterstellung wurde eine Anwaltskanzlei mit Expertise in finanzrechtlichen Fragestellungen herangezogen. Für die Übertragung der Teilschuldverschreibungen in die Depots der Gläubiger wurde gemeinsam mit einer kleinen Bank eine Software entwickelt, welche bei Zeichnung einer Teilschuldverschreibung die Zuordnung umgehend durchführte. Anschließend erfolgte die Einrichtung eines Büros am Stammsitz der Bildungs-AG für den telefonischen Vertrieb der Anleihe. Hierzu wurden mehrere Mitarbeiter aus der Finanz- und Marketingabteilung umfassend geschult. Für die weitere Vertriebsunterstützung wurde eine große Pressekonferenz in Frankfurt einberufen, in welcher die Anleiheemission umfassend beworben wurde.

Bereits 2,5 Tage nach Emissionsbeginn der ersten Anleihe waren 27 Mio. EUR von ursprünglich beabsichtigten 25 Mio. EUR von Anlegern gezeichnet. Um auch diejenigen Anleger zu bedienen, welche nach Erreichen des Zielvolumens gezeichnet hatten, wurde das Emissionsvolumen auf 30 Mio. EUR erhöht und eine Sperre in der Zuordnungssoftware eingerichtet, welche eine weitere Erhöhung des Volumens ausschloss.

Auch bei der Emission der zweiten Anleihe konnte das beabsichtigte Volumen vollständig platziert werden, womit beide Anleihen der Bildungs-AG als großer Erfolg galten.

*Voraussetzungen für eine erfolgreiche Finanzierung mit privat platzierten Anleihen*  
Als grundlegende Voraussetzung für eine erfolgreiche Begebung einer Anleihe wird das Vertrauen der Investoren in das Unternehmen oder in eine leitende Person gesehen. So investierten einige Anleger in die Anleihe aufgrund der persönlichen Bekanntschaft mit dem damaligen Finanzvorstand der Bildungs-AG.

Zudem sollte das emittierende Unternehmen eine Story verkaufen, also präzise kommunizieren, welcher Verwendung das aufgenommene Kapital zugeführt werden soll, um das Vertrauen der Investoren zu erhöhen. Als weitere Voraussetzung wird die Reputation des Unternehmens angesehen. Insbesondere, wenn das Unternehmen als Marke gilt, ergeben sich hohe Erfolgchancen für eine Platzierung. Die Reputation bzw. der Name eines Unternehmens ist für das Familienratsmitglied sogar der zentrale Erfolgsfaktor einer Begebung. Begünstigt wird diese auch durch das Verhalten der Eigentümerfamilie: »Ich

---

557 Bildungs-AG, CFO (05.06.2014).

glaube, dass wir als Geschäftspartner ein gutes Standing haben. Dass wir als solide, ordentliche Familie ohne Skandale bekannt sind.«<sup>558</sup> Gerade wenn Privatanleger angesprochen werden sollen, wird auch die Einfachheit der Finanzierung als wichtiges Kriterium für den Erfolg angesehen.

#### *Herausforderungen einer Finanzierung mit privat platzierten Anleihen*

Als größtes Risiko wird die unvollständige Platzierung des angestrebten Volumens gesehen. Die Folge ist zum einen ein Imageschaden aufgrund des geringen Vertrauens, welches Anleger dem Unternehmen entgegenbringen. Zum anderen wird auch die Verhandlungsposition gegenüber Banken geschwächt, da eine Abhängigkeit von deren Kreditvergabe auftritt. Die Prospekthaftung wird als wenig risikoreich gesehen, wenn das Prospekt gründlich und umfangreich mit Auflistung sämtlicher möglicher Risiken erstellt wird. Letzteres jedoch könnte wiederum Anleger verschrecken, was jedoch hinsichtlich der Anleiheemission der Bildungs-AG nicht der Fall war. Ein weiteres Risiko ist das Underpricing der Anleihe bzw. das wahrgenommene Underpricing durch die Anleger und die Konkurrenz am Kapitalmarkt. Zum Zeitpunkt der Emission der zweiten Anleihe hatten große Automobilbauer Anleihen mit höheren Zinssätzen emittiert, wodurch die Zeichnungsaktivität ab einem bestimmten Volumen schleppender vorstättend, jedoch mit neuerlicher Vertriebsaktivitäten das komplette Volumen platziert werden konnte.

Ebenfalls ein Risiko kann das Image einer Anleihe darstellen, welches signifikant vom Erfolg zuvor getätigter Emissionen abhängt. So kann ein einzelner Zahlungsausfall eines einzelnen Unternehmens andere Emittenten stark beeinträchtigen: »Also das ist eine Riesenangst, dass sich irgendein anderes mittelständisches Unternehmen Geld leiht, die Anleihe nicht zurückzahlen kann und dieses Instrument diskreditiert.«<sup>559</sup> Auch auf die Anschlussfinanzierung sollte ein Augenmerk gelegt werden. Diese sollte rechtzeitig angestoßen werden, um einen Finanzierungsengpass aufgrund der Endfälligkeit einer Anleihe zu vermeiden, »denn somit kann man natürlich schnell seinen Ruf ruinieren, den man 100 Jahre aufgebaut hat«<sup>560</sup>.

#### *Folgen einer Finanzierung mit privat platzierten Anleihen*

Eine unmittelbare Folge der Emission war die Begeisterung der Mitarbeiter aufgrund der Wertschätzung, welche dem Unternehmen durch die erfolgreiche Emission entgegengebracht wurde. So zeigten viele Mitarbeiter, auch solche die gar nicht in die Finanzierung involviert waren, eine hohe Begeisterung über und

558 Bildungs-AG, Familienratsmitglied (04.08.2014).

559 Bildungs-AG, Familienratsmitglied (04.08.2014).

560 Bildungs-AG, Familienratsmitglied (04.08.2014).

Stolz auf das Unternehmen. Demzufolge hatte die Emission einen positiven Effekt auf die Mitarbeitermotivation und -bindung.

Eine weitere Folge war eine Änderung im Verhältnis zu den Banken. Aufgrund des hohen Erfolgs der Emission erkannten die Banken eine geringere Abhängigkeit der Bildungs-AG sodass diese ihre Verhandlungsposition erheblich verbessern konnte und nun in der Lage war, Bedingungen in Bankgesprächen zu stellen. So erwarb sich das Familienunternehmen nicht nur im Bankenumfeld, sondern auch in der weiteren Finanzwelt hohes Ansehen und »strahlte als [...] Unternehmen«<sup>561</sup>, womit letztlich das Image der Marke Bildungs-AG gestärkt wurde.

Auch die Finanzkommunikation wurde durch die Anleiheemission beeinflusst. Mit Begebung der Anleihe wurde mehr Wert darauf gelegt, die Abschlüsse zeitnah und termingerecht zu erstellen, wodurch sich letztlich die Professionalisierung im Reporting erhöhte.

Aufgrund der jährlich stattfindenden Pressekonferenz, in welcher die Jahresergebnisse präsentiert und ein Ausblick für zukünftige Perioden erstellt wurde, fand eine weitere Öffnung des Unternehmens statt. Wie zuvor erwähnt, wurde diese jedoch als wenig kritisch von den Gesellschaftern erachtet.

#### 4 Bewertung und Alternativen von privat platziertem Fremdkapital

Im Vergleich mit an den Mittelstandsbörsen notierten Anleihen werden die Anleihen, wie sie von der Bildungs-AG begeben wurden, als vorteilhafter eingestuft. So ergibt sich bei den Letzteren ein deutlich geringerer Aufwand, da zum einen kein Rating erforderlich ist und zum anderen kein unterjähriges Reporting mit unterjährigen Abschlüssen stattfinden muss.

Verglichen mit Schuldscheindarlehen sieht die Bildungs-AG den Vorteil in ihren Anleihen, dass diese eine breitere Investorenbasis mit kleineren Einzelmolumina aufwiesen. So steht bei Schuldscheindarlehen die Befürchtung im Raum, dass die wenigen, großen Investoren mehr Möglichkeiten erhalten, Einfluss auf den Emittenten zu nehmen, in einer besseren Machtposition stehen und somit Druck ausüben zu können.

Die besondere Eignung dieses Finanzierungsinstruments für Familienunternehmen sieht das Familienratsmitglied darin begründet, dass eine solche Begebung eng mit Vertrauen in den Emittenten verknüpft ist. Gerade hier sind Familienunternehmen im Vorteil, da diese oftmals eine Historie, Verlässlichkeit und Stabilität aufweisen können, die nicht zuletzt in der Gesellschafterfamilie verankert sind.

---

561 Bildungs-AG, CFO (05.06.2014).

Die Bildungs-AG würde auch in Zukunft wieder eine Anleihefinanzierung durchführen, dabei jedoch auf für sie günstigere Konditionen achten.

#### *Empfehlung an andere Familienunternehmen*

Grundsätzlich wird eine Empfehlung für die Emission einer Anleihe ausgesprochen, jedoch unter der Voraussetzung einer hohen Reputation und eines soliden Geschäftsmodells. Die Begebung sollte allerdings von langer Hand vorbereitet werden und dabei an der Reputation sowie Sichtbarkeit des Unternehmens gearbeitet werden. »Gebt euch ein Gesicht. Ohne Gesicht ist es schwer.«<sup>562</sup> Wenn das Unternehmen in finanzieller Not ist und keine weiteren Bankkredite erhält, wird von der Emission abgeraten.

#### *Präferenz verschiedener Finanzierungsinstrumente*

Im Hinblick auf die Präferenz unterschiedlicher Finanzierungsinstrumente steht das Gesellschafterkapital an erster Stelle bei der Bildungs-AG. Dies kann dem Unternehmen entweder über Gewinnthesaurierung, Rücklagen oder auch Gesellschafterdarlehen zugeführt werden. Für die Sockelfinanzierung des Geschäfts werden Bankkredite und Anleihen bevorzugt. Für die kurzfristige Finanzierung des stark saisonalen Geschäfts sind Kreditlinien der Banken unerlässlich, wobei auch Asset-Backed-Securities als (Teil-)Lösung in Frage kämen. Genussrechtskapital im Rahmen der Mitarbeiterbeteiligung wird als Ergänzung bestehender Finanzierungslösungen für eine Diversifizierung des Finanzierungsportfolios und zur Mitarbeitermotivation als Option erachtet. Dagegen stellen Private Equity und Mezzaninkapital keine Option für die Unternehmensfinanzierung dar.

## **BUTLERS GmbH & Co. KG**

#### *Verwendete Quellen:*

- *Interview mit dem Kaufmännischen Geschäftsführer der BUTLERS GmbH & Co. KG, Hrn. Jörg Funke, am 02.06.2014*<sup>563</sup>
- *Verkaufsprospekt der Namens-Genussrechte der BUTLERS GmbH & Co. KG*<sup>564</sup>
- *Konzernabschluss des Jahres 2013*<sup>565</sup>
- *Unternehmensinformationen aus dem Internetauftritt*
- *Informationen aus dem Bundesanzeiger*

---

562 Bildungs-AG, Familienratsmitglied (04.08.2014).

563 Vgl. BUTLERS GmbH & Co. KG, Herr Funke (02.06.2014).

564 Vgl. BUTLERS GmbH & Co. KG (2013b).

565 Vgl. BUTLERS GmbH & Co. KG (2013a).

## 1 Historie und Unternehmensinformationen

Die Geschichte der BUTLERS GmbH & Co. KG geht auf das 1829 gegründete Haushaltswarengeschäft »Wilhelm Josten Söhne« zurück. Dessen Sortiment umfasste über den Zeitverlauf u. a. Porzellan, Töpfe und Staubsauger. Aus dem traditionsreichen Unternehmen ging im Jahre 1999 durch einen Ausverkauf die BUTLERS GmbH & Co. KG hervor. Zwei Nachkommen der Familie, Wilhelm und Paul Josten, gründeten zusammen mit Frank Holzapfel die Handelskette. Das Unternehmen expandierte rasch und eröffnete Filialen im gesamten Bundesgebiet und auch europaweit. 2007 startete das Familienunternehmen einen Online-Shop und nahm hier eine Vorreiterrolle ein. So umfasste der Online-Shop das gesamte Sortiment, was zum damaligen Zeitpunkt früh für ein mittelständisches Unternehmen war. Ab dem Jahre 2012 wurde das Möbelsortiment deutlich erweitert. Heute zählt das Unternehmen zu den führenden Anbietern von Wohnmöbeln- und accessoires sowie Geschenk- und Dekorationsartikeln.

In der Zwischenzeit umfasst das Filialnetz ca. 160 eigene und von Franchisenehmern geführte Läden, welche von ca. 40 Mio. Besuchern pro Jahr frequentiert werden. Das Unternehmen erwirtschaftete im Jahre 2013 mit ca. 1.200 Mitarbeitern einen Umsatz von rund 112 Mio. EUR.

Am Unternehmen sind zwischenzeitlich Wilhelm Josten mit einem Anteil von über 84 %, Frank Holzapfel mit einem Anteil von ca. 9 % und eine weitere Gesellschaft beteiligt. Paul Josten, einer der drei Gründer, entschied sich Ende des Jahres 2009 aus dem Unternehmen auszuschneiden und ist seitdem in Form einer atypisch stillen Gesellschaft am Unternehmen beteiligt. Die Geschäftsführung umfasst vier Mitglieder, wobei Wilhelm Josten als Sprecher der Geschäftsführung u. a. für die Strategie, das Marketing und die Öffentlichkeitsarbeit verantwortlich ist und als »Motor und Innovationskraft«<sup>566</sup> im Unternehmen wirkt. Entscheidungen werden demokratisch getroffen, wobei i. d. R. die Gesellschafter das letzte Wort haben. Jedoch ist die Unternehmenskultur so ausgestaltet, dass in der Praxis nahezu keine Beschlüsse von Seiten der Gesellschafter gegen die Geschäftsführer getroffen werden. Für die Gesellschaft ist ein Beirat vorgesehen, welcher sich aus dem Gesellschafterkreis und einer oder mehrerer unternehmensfremden Persönlichkeiten zusammensetzt. Hier sollen strategische Themen kritisch diskutiert und verabschiedet werden. Der Beirat befindet sich zum gegenwärtigen Zeitpunkt in der Konstituierung. Der Interviewpartner, Herr Jörg Funke, ist als Geschäftsführer für die Bereiche Finanzen, Controlling, Personal und interne Serviceabteilungen zuständig. Aus der Industrie und selbstständiger Tätigkeit kommend, schloss er sich 2010 dem Unternehmen an. Der Eintritt erfolgte durch einen persönlichen und langjährigen Kontakt zu

566 BUTLERS GmbH & Co. KG, Herr Funke (02.06.2014).

Wilhelm Josten und geschah, als die Geschäftsführung wegen des starken Unternehmenswachstums ausgebaut werden sollten und Herr Paul Josten sich aus dem operativen Geschäft zurückziehen wollte.

Als wichtiges Ziel der Geschäftsführung gilt, die Unternehmenskultur bei steigender Mitarbeiterzahl sowie hohem Wachstum zu erhalten und zu verbreiten. Diese beinhaltet u. a. die Präferenz von Einfachheit und Schnelligkeit als Garant für Innovationskraft in den einzelnen Geschäftsprozessen. Zudem wird Wert auf hohe Eigenmotivation gelegt, um eine Identifizierung der Mitarbeiter mit der Marke BUTLERS zu erreichen.

## 2 Hintergrund Finanzierung

Bis zum Jahre 2010 wurde die BUTLERS GmbH & Co. KG ausschließlich durch Eigenmittel finanziert. Mit steigender Unternehmensgröße fiel der Entschluss, die Finanzierung breiter aufzustellen. In der Folge wurden Kreditverträge mit fünf verschiedenen Banken abgeschlossen. Eine der Anforderungen an die Finanzierung besteht darin, dass diese frei von Sicherheiten ist. Um dieses Ziel zu erreichen, wurden zum Teil Geschäftsbeziehungen mit Banken beendet, sofern diese Sicherheiten als Kreditvoraussetzungen einforderten. Unverständnis von Seiten des Familienunternehmens herrschte auch gegenüber einer Bank, die während eines Engagements Sicherheiten forderte, obwohl die BUTLERS GmbH & Co. KG keine Covenants brach oder sonstige Vertragsbestandteile verletzte. Auch hier trennte sich das Familienunternehmen von der finanzierenden Bank und nahm ein anderes Institut in den Kreis der Banken auf. In der Neuaufstellung des Bankenkreises sieht das Familienunternehmen eine Stärkung der eigenen Position gegenüber Kreditinstituten.

Generell sollte die Finanzierung zwei weitere Kriterien erfüllen: Die Beziehung zu den Banken soll langfristig und bilateral sein. Kein einzelner Kapitalgeber soll den »Teppich unter den Füßen wegziehen können«<sup>567</sup>. Eine weitere Anforderung im Umgang mit den Banken lautet: »Simple and stupid«<sup>568</sup>. Dies bedeutet, dass ein allzu großer Reporting-Aufwand vermieden werden sollte. So erstellt das Unternehmen nur einen Quartalsbericht auf Konzernebene für die Banken.

Als Zielfinanzierungsstruktur wird eine Verteilung von je einem Drittel Eigenkapital, kurzfristigem Fremdkapital und langfristigem Fremdkapital anvisiert.

Derzeit werden neben Eigenmitteln kurz-, mittel- und langfristige Bankkre-

---

567 BUTLERS GmbH & Co. KG, Herr Funke (02.06.2014).

568 BUTLERS GmbH & Co. KG, Herr Funke (02.06.2014).

dite als Finanzierungsquellen genutzt. Auch Genussrechte und Gesellschafterdarlehen werden als kurzfristige Mittel eingesetzt. Konsortialkredite wurden bisher abgelehnt, da diese unter anderem recht teuer sind und im Regelfall Sicherheiten eingefordert werden. Diese Sicherheiten bildet zumeist das Warenlager, welches nach Ansicht der Geschäftsleitung aufgrund hoher Abschläge unterbewertet würde, da Handelsmargen oder Verkaufspreise bei der Bewertung durch die Banken meistens keinen Ansatz finden.

### 3 Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital

Die BUTLERS GmbH & Co. KG emittierte im Jahre 2013 100.000 Stück Namens-Genussrechte mit fester jährlicher und ergebnisunabhängiger Verzinsung.<sup>569</sup> Mit einem Nennbetrag von 100 EUR soll mit dieser Emission ein Volumen von 10 Mio. EUR erreicht werden. Der Nennbetrag entspricht dem Mindestbetrag, zu welchem die Anleger die Genussrechte zeichnen können. Die Genussrechte sind nachrangig ausgestaltet und verzinsen das eingesetzte Kapital mit jährlich 4 %. Die Emission erfolgte im Rahmen eines öffentlichen Angebots womit ein Wertpapierprospekt veröffentlicht wurde, welches auf der Homepage der BUTLERS GmbH & Co. KG zugänglich ist. Die Laufzeit der Finanzierung ist unbegrenzt, wobei eine Kündigung von beiden Seiten zum Ende eines Kalenderjahres mit einer Frist von drei Monaten möglich ist. Eine Notierung an der Börse findet nicht statt. Eine Übertragung ist nur im Falle zwingender gesetzlicher Vorschriften, wie bspw. Vererbung, möglich. Das Angebot richtet sich nur an Anleger mit Sitz in Deutschland. Den Anforderungen des Unternehmens an die Finanzierung folgend, sind die Genussrechte nicht besichert. Zum Bilanzstichtag 2013 waren 1,324 Mio. EUR an Genussrechten gezeichnet.

#### *Motivation*

Die Motivation für eine alternative Finanzierungsquelle ging auf den Wunsch nach einer Diversifizierung der Finanzierungsstruktur für das Unternehmenswachstum zurück. So rückte die Finanzierung über eine Mittelstandsanleihe an einer der zum damaligen Zeitpunkt neu geschaffenen und stark beworbenen Börsensegmente in den Fokus. Mit intensiverer Beschäftigung mit der Thematik trat die Idee des Gründers, Wilhelm Josten hervor, das Kapital direkt bei den

---

<sup>569</sup> Zwar sind Genussrechte im Regelfall dem Mezzaninkapital zuzuordnen, wodurch häufig die Zurechenbarkeit zu Eigen- oder Fremdkapital nicht eindeutig ist. Siehe zu dieser Problematik Abschnitt 4.1.4. Jedoch können die von der BUTLERS GmbH & Co. KG begebenen Genussrechte eindeutig dem Fremdkapital zugeordnet werden. Somit können die Genussrechte als anleiheähnliche privat platzierte Fremdkapitaltitel klassifiziert und in die Betrachtung der Forschungsarbeit eingeschlossen werden.

Kunden zu beschaffen. Es stand die Frage im Raum: »Gibt es irgendein Finanzprodukt, das wir einfach über die Ladentheke verkaufen können?«<sup>570</sup> Diese Idee wurde weiterverfolgt und in Zusammenarbeit mit einer Anwaltskanzlei wurde schließlich der Fokus auf Genussrechte gelegt. Zunächst war angestrebt, diese so auszugestalten, dass sie als Eigenkapital bilanziert werden können, um somit die Eigenkapitalquote erhöhen zu können. Während der Erstellung des Finanzierungskonzepts jedoch wurde festgestellt, dass eine solche Ausgestaltung recht komplex sein würde. So hätte für eine Bilanzierung als Eigenkapital die Verzinsung variabel und erfolgsabhängig erfolgen müssen. Zusätzliche Komplexität ergab sich durch die Konzernstruktur und die Bilanzierungsvorschriften für den Konzern und die KG. Somit erschien die Strukturierung der Genussrechte als Eigenkapital mit dem Ziel des einfachen und schnellen Direktvertriebs an die Kunden der BUTLERS GmbH & Co. KG nicht vereinbar. Somit fiel die Entscheidung, die Genussrechte als Fremdkapital auszugestalten, wodurch eine erheblich einfachere Struktur möglich war.

Mit dem öffentlichen Angebot der Genussrechte möchte das Familienunternehmen auch seine Akzeptanz als Investitionsmöglichkeit und das Vertrauen einer breiten Investorenbasis testen. So wird für die Zukunft nicht ausgeschlossen eine Finanzierung über die Börse durchzuführen, womit die Genussrechtsausgabe als erster Gradmesser für den potenziellen Erfolg gesehen wird. Um die Solidität der Finanzierung zu belegen, unterzog sich das Unternehmen einem Rating der Creditreform und erhielt die Bewertung BBB.

Mit dem Instrument sollte ebenfalls die Innovationskraft der BUTLERS GmbH & Co. KG unter Beweis gestellt werden. Die Genussrechte wurden so ausgestaltet, dass eine einfache, barrierefreie Zeichnungsmöglichkeit ohne Systembruch besteht: »Sie können bei uns zeichnen, so wie andere Leute einen Schrank bestellen.«<sup>571</sup> So ist kein Postident-Verfahren notwendig. Stattdessen geschieht die Abwicklung über das weniger aufwendige PIN-TAN-Verfahren, wodurch diese Vorgehensweise als sehr innovativ im Zusammenhang mit dem Vertrieb von Finanzprodukten anzusehen ist und der Anforderung von einfachen Prozessen entspricht.

### *Einfluss der Familie*

Im Falle des Genussrechtskapitals war der Einfluss der Familie sehr entscheidend, da durch die Idee eines Mitglieds der Stein für eine solche Finanzierung angestoßen wurde. Das Konzept selbst wurde vom Geschäftsführer für Finanzen in Zusammenarbeit mit externen Beratern erarbeitet und schließlich von der Familie abgenommen. Generell lässt sich der Einfluss der Familie auf die Fi-

---

570 BUTLERS GmbH & Co. KG, Herr Funke (02.06.2014).

571 BUTLERS GmbH & Co. KG, Herr Funke (02.06.2014).

nanzierung insofern feststellen, dass Interesse an einer soliden Finanzierung besteht und im Notfall Gesellschafterkapital bereitgestellt würde, um Kapitallücken zu schließen. Somit dient die Familie als Sicherheitsanker der Unternehmensfinanzierung.

#### *Voraussetzungen für eine erfolgreiche Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital*

Als wichtigste Voraussetzung für die Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital sieht die BUTLERS GmbH & Co. KG, dass das Unternehmen auf das Kapital nicht unbedingt angewiesen ist. Nur wenn der Finanzbedarf nicht akut besteht, kann das Unternehmen »selbstbewusst auftreten, am besten auf Basis von guten Zahlen«<sup>572</sup>. Ebenfalls ist eine Voraussetzung, dass das Unternehmen eine Perspektive hat, welche den Investoren mitgeteilt wird. Dazu zählt auch eine gesunde Unternehmensstruktur mit einem wahrnehmbaren Konzept und einem fähigen Management, welches das investierte Kapital vorausschauend und zielgerichtet verwaltet.

Ein Rating wird für eine erfolgreiche Platzierung als vorteilhaft erachtet, da mit einer als gut bestätigten Bonität Vertrauen der Investoren hergestellt wird. In der Folge wird ein Rating jedoch, wenn sich das Unternehmen als stark und verlässliche gegenüber den Investoren präsentieren kann, als nicht mehr notwendig erachtet.

Ebenfalls als wichtige Voraussetzung werden Kapitalmarktspezialisten für die Erstellung des Wertpapierprospekts erachtet. Da der Prospekt die möglichen Risiken einer Investition beinhaltet und somit das Unternehmen gegenüber (rechtlichen) Ansprüchen absichert, sollte dieser auch korrekt von Experten verfasst werden.

#### *Herausforderungen einer Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital*

Als Veränderung wird die Öffnung des Unternehmens gegenüber der Öffentlichkeit angesehen. Insbesondere für die Familie fand hier ein Umdenken statt, v. a., da der Prozess vom vollständig eigenständig finanzierten Unternehmen zu einem öffentlichen Finanzierungsangebot in recht kurzer Zeit vonstatten ging. Somit unterzog sich das Familienunternehmen mit seinen Finanzierungsentscheidungen einem regelrechten »Kulturwandel«<sup>573</sup>, da früher aus Wettbewerbsgründen eine eher restriktivere Informationsfreigabe erfolgte und seit Einführung der Genussrechte ein Zwang zur Veröffentlichung besteht.

---

572 BUTLERS GmbH & Co. KG, Herr Funke (02.06.2014).

573 BUTLERS GmbH & Co. KG, Herr Funke (02.06.2014).

### *Folgen einer Finanzierung mit privat platziertem Fremdkapital*

Als Folge der Genussrechtsemission konnte eine bessere Information der Mitarbeiter über das Unternehmen festgestellt werden. So fand ein stärkerer Austausch über das Unternehmen sowohl innerbetrieblich als auch zwischen Firmenangehörigen sowie deren Familien und Bekannten statt. Zudem erfolgt eine öffentliche Vorstellung der Zahlen, bei welcher die Unternehmensvertreter diese präsentieren und verteidigen müssen, was für diese eine neue Erfahrung darstellt.

Im Hinblick auf das Reporting fand eine Disziplinierung statt: So wurde die interne Geschwindigkeit und der Druck, die Geschäftszahlen rechtzeitig fertigzustellen kontinuierlich erhöht. Dabei bedeutete bereits die Erstellung des Ratings eine neuartige Erfahrung für die Unternehmensangehörigen und war mit signifikantem Aufwand verbunden.

Im Verhältnis zu Hausbanken wurde keine Veränderung festgestellt, was z. T. dadurch bedingt ist, dass das Familienunternehmen generell darauf achtet, dass eine gerechte Verteilung der Bankgeschäfte erfolgt, um eine gute Beziehung zu den Kernbanken aufrechtzuerhalten.

## 4 Bewertung und Alternativen von privat platziertem Fremdkapital

Im Vergleich von Genussrechten und Schuldscheindarlehen lässt sich konstatieren, dass letztere ein höheres Mindestvolumen für eine wirtschaftliche Emission erfordern. Zudem sind Schuldscheindarlehen i. d. R. endfällig ausgestaltet, womit das Thema Anschlussfinanzierung hier verstärkt in den Fokus rückt. Dennoch gilt das Schuldscheindarlehen für die Zukunft als sehr interessante Alternative. Die Entscheidung für die Genussrechte war keine Entscheidung gegen das Schuldscheindarlehen, sondern vielmehr eine Entscheidung für die kleinere, private Kundschaft.

Insgesamt sind die Erfahrungen der BUTLERS GmbH & Co. KG mit diesem Finanzierungsinstrument sehr positiv, da dieses recht rasch und kostengünstig umzusetzen ist und von der Struktur sehr gut zu den Anforderungen des Unternehmens passt. Als negative Erfahrung lassen sich vereinzelte Presseberichte über die BUTLERS GmbH & Co. KG anführen, welche z. T. negativ formuliert waren und sich am allgemeinen Finanzierungsmarkt bzw. anderen Finanzierungsinstrumenten orientierten, ohne das Unternehmen selbst näher zu beleuchten.<sup>574</sup> So wurden bspw. Ausfälle am Mittelstandsanleihenmarkt in der

---

574 Hier sei jedoch angemerkt, dass die Presseberichte über die BUTLERS GmbH & Co. KG zum größten Teil positiv waren.

Presse dafür herangezogen, um die Genussrechte des Familienunternehmens in ein negatives Licht zu rücken.

Das Familienunternehmen würde wieder eine solche Finanzierung vornehmen, insbesondere auch da ein Wachstum vergleichbarer Finanzierungsformen erwartet wird.

#### *Empfehlung an andere Familienunternehmen*

Andere Familienunternehmen erhalten von der BUTLERS GmbH & Co. KG die Empfehlung, Genussrechte als Finanzierungslösung auszuprobieren, da diese eine Möglichkeit darstellen, im Vergleich zu anderen Alternativen, wie bspw. einer Börsenemission, »viel Geld zu sparen«<sup>575</sup>. Insbesondere wenn ein Unternehmen Erfahrungen mit der Öffentlichkeit sammeln möchte, ist dies eine relativ kostengünstige Möglichkeit. Jedoch sollte dieselbe Vorgehensweise nur gewählt werden, wenn es für ein Unternehmen ähnlich einfach ist, Werbung für das Instrument zu machen. Ebenso sollte keine solche Emission versucht werden, wenn das Unternehmen schlechte Geschäftszahlen aufweist.

#### *Präferenz verschiedener Finanzierungsinstrumente*

Hinsichtlich der Präferenz von Finanzierungsmitteln sieht die BUTLERS GmbH & Co. KG die Finanzierung aus dem Cash Flow als essenziell an. Zudem sollte die Unternehmensfinanzierung nach Möglichkeit zu einem bedeutenden Teil über Eigenmittel stattfinden. Im Hinblick auf die Fremdfinanzierung sind bilaterale Bankkredite zu bevorzugen, während Konsortialkredite aufgrund der geringeren unternehmerischen Freiheit durch die eingeforderten Sicherheiten und der höheren Kosten eher abgelehnt werden. Schuldscheindarlehen und Genussrechte werden als Beimischung für einen diversifizierten Finanzierungsmix angesehen.

---

575 BUTLERS GmbH & Co. KG, Herr Funke (02.06.2014).

---

## Literatur- und Quellenverzeichnis

- Achleitner, A.-K. (2002): Handbuch Investment-Banking, 3. Aufl., Gabler, Wiesbaden.
- Achleitner, A.-K. / Bock, C. / Braun, R. / Schraml, S.C. / Welter, J. (2010): Goal Structures in Family Firms: Empirical Evidence on the Relationship between Firm and Family Goals, in: ZfKE – Zeitschrift für KMU und Entrepreneurship, 58 (3), S. 1–265.
- Achleitner, A.-K.; Einem, C. von; Schröder, B.v. (2004): Private Debt, Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- Achleitner, A.-K. / Kaserer, C. / Günther, N. / Volk, S. (2011): Die Kapitalmarktfähigkeit von Familienunternehmen, Stiftung Familienunternehmen, München.
- Achleitner, A.-K. / Schraml, S.C. / Tappeiner, F. (2008): Private Equity in Familienunternehmen – Erfahrungen mit Minderheitsbeteiligungen, Norderstedt.
- Achleitner, A.-K.; Thoma, G.F. (2001): Handbuch Corporate Finance, 2. Aufl., Deutscher Wirtschaftsdienst, Köln.
- Achleitner, A.-K. / Volk, S. (2013): Anleihen und Schuldscheindarlehen als Finanzierungsinstrumente, in: Corporate Finance biz, 3, S. 157–169.
- Achleitner, A.-K. / Wahl, S.J. (2004): Private Debt als alternative Finanzierungsform für mittelständische Unternehmen, in: Achleitner, A.-K. / Einem, C. von / Schröder, B.v. (Hg.): Private Debt, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, S. 41–80.
- ACIC (2014): The Private Placement Market, abgerufen von <http://aciclaw.org/sites/default/files/sessions/attachments/2014/Economic%20Update-Circle%20Process-Due%5B2%5D.pdf> am 16. 10. 2014.
- AFME (2013): Unlocking funding for European investment and growth – An industry survey of obstacles in the European funding markets and potential solutions.
- Aghion, P. / Bolton, P. (1989): The Financial Structure of the Firm and the Problem of Control, in: European Economic Review, 33 (2/3), S. 286–293.
- Aghion, P. / Bolton, P. (1992): An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting, in: Review of Economic Studies, 59 (200), S. 473–494.
- Akerlof, G.A. (1970): The Market for »Lemons«: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, in: Quarterly Journal of Economics, 84 (3), S. 488–500.
- Albers, S.; Klapper, D.; Konradt, U.; Walter, A.; Wolf, J. (2007): Methodik der empirischen Forschung, 2. Aufl., Gabler, Wiesbaden.
- Ali, A. / Chen, T.-Y. / Radhakrishnan, S. (2007): Corporate disclosures by family firms, in: Journal of Accounting and Economics, 44 (1–2), S. 238–286.

- Anderson, R.C. / Duru, A. / Reeb, D.M. (2009): Founders, heirs, and corporate opacity in the United States, in: *Journal of Financial Economics*, 92 (2), S. 205–222.
- Anderson, R.C. / Duru, A. / Reeb, D.M. (2012): Investment policy in family controlled firms, in: *Journal of Banking & Finance*, 36 (6), S. 1744–1758.
- Anderson, R.C. / Mansi, S.A. / Reeb, D.M. (2003): Founding family ownership and the agency cost of debt, in: *Journal of Financial Economics*, 68 (2), S. 263–285.
- Anderson, R.C. / Reeb, D.M. (2003a): Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500, in: *The Journal of Finance*, 58 (3), S. 1301–1327.
- Anderson, R.C. / Reeb, D.M. (2003b): Founding-Family Ownership, Corporate Diversification, and Firm Leverage, in: *The Journal of Law and Economics*, 46 (2), S. 653–684.
- Arndt, H.-P. (2011): Gesteuerter Geldfluss, results Deutsche Bank, Frankfurt am Main.
- Ashurst (2013): US Private Placements – An alternative funding source for Australian projects – *Banking & Finance Alert*.
- Astrachan, J.H. / Klein, S.B. / Smyrnios, K.X. (2002): The F-PEC Scale of Family Influence: A Proposal for Solving the Family Business Definition Problem, in: *Family Business Review*, 15 (1), S. 45–58.
- Atteslander, P. (2003): *Methoden der empirischen Sozialforschung*, 10. Aufl., Walter de Gruyter, Berlin.
- BaFin (2011a): *Der Wertpapierprospekt – Türöffner zum deutschen und europäischen Kapitalmarkt*, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Frankfurt am Main.
- BaFin (2011b): *Rundschreiben 04/2011 (VA) – Hinweise zur Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen*, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Frankfurt am Main.
- BaFin (2013): *Auslegungsschreiben zum Begriff des öffentlichen Angebots von Wertpapieren im Sinne des §2 Nr. 4 WpPG im Rahmen des Sekundärmarkthandels von Wertpapieren – Geschäftszeichen PRO 1 – WP 2030–2012/0013*, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Bonn/Frankfurt a. M.
- Bankenverband (2013): *Positionspapier des Bankenverbandes zur Kapitalmarktfähigkeit von Unternehmen*, Bundesverband deutscher Banken e. V., Berlin.
- Bankenverband (2014): *Zur Lage der Unternehmensfinanzierung: Sehr verhaltene Kreditnachfrage trotz historisch guter Finanzierungsbedingungen*, Bundesverband deutscher Banken e. V., Berlin.
- Barnes, L.B. / Hershon, S.A. (1976): Transferring power in the family business, in: *Harvard Business Review*, 54 (4), S. 105–114.
- Barney, J. (1991): Firm Resources and Sustained Competitive Advantage, in: *Journal of Management Studies*, 17 (1), S. 99–120.
- Bauweraerts, J. / Colot, O. (2012): Pecking-Order or Static Trade-off Theory in Family Firms? Evidence from Belgium, in: *International Business Research*, 5 (11), S. 1–11.
- BayernLB (2012): *Schuldscheindarlehen, abgerufen von [http://www.bayernlb.de/internet/de/content/mittelstand/geld\\_devisen\\_kapital\\_4/kapitalmarktfinanzie\\_2/schuldscheindarlehen\\_1/schuldscheindarlehen.jsp](http://www.bayernlb.de/internet/de/content/mittelstand/geld_devisen_kapital_4/kapitalmarktfinanzie_2/schuldscheindarlehen_1/schuldscheindarlehen.jsp) am 17.11.2014.*
- BayernLB (2013): *Fixed income special: The Corporate Schuldschein Loan – A »made in Germany« financing instrument with major attractions for both issuers and investors*, BayernLB, München.
- Beckhard, R. / Dyer, W.G., JR. (1983): Managing Continuity in the Family-Owned Business, in: *Organizational Dynamics*, 12 (1), S. 4–12.

- Berrone, P. / Cruz, C. / Gomez-Mejia, L.R. (2012): Socioemotional Wealth in Family Firms: Theoretical Dimensions, Assessment Approaches, and Agenda for Future Research, in: *Family Business Review*, 25 (3), S. 258–279.
- Berrone, P. / Cruz, C. / Gomez-Mejia, L.R. (2014): Family-controlled Firms and Stakeholder Management: A Socioemotional Wealth Preservation Perspective, in: Melin, L. / Nordqvist, M. / Sharma, P. (Hg.): *The Sage Handbook of Family Business*, Sage Publications, London, S. 179–195.
- Berrone, P. / Cruz, C. / Gomez-Mejia, L.R. / Larraza-Kintana, M. (2010): Socioemotional Wealth and Corporate Responses to Institutional Pressures: Do Family-Controlled Firms Pollute Less?, in: *Administrative Science Quarterly*, 55 (1), S. 82–113.
- Bertrand, M. / Schoar, A. (2006): The Role of Family in Family Firms, in: *Journal of Economic Perspectives*, 20 (2), S. 73–96.
- Bianco, M. / Bontempi, M.E. / Golinelli, R. / Parigi, G. (2012): Family firms' investments, uncertainty and opacity, in: *Small Business Economics*, S. 1035–1058.
- Bildungs-AG (2009): Wertpapierprospekt der zweiten Anleihe.
- Bildungs-AG (2013): Imagebroschüre.
- Bildungs-AG, CFO (05.06.2014): Interview mit dem ehemaligen CFO der Bildungs-AG.
- Bildungs-AG, Familienratsmitglied (04.08.2014): Interview mit einem Familienratsmitglied der Bildungs-AG.
- Blase, H. / Hochkirchen, B. (2008): Finanzierung Deutscher Familienunternehmen durch Beteiligungsgesellschaften, in *INTES Stiftungslehrstuhl für Familienunternehmen Forschungspapier Nr. 9*, WHU – Otto Beisheim School of Management, Vallendar.
- Borchardt, A. / Göthlich, S.E. (2007): Erkenntnisgewinnung durch Fallstudien, in: Albers, S. / Klapper, D. / Konrad, U. / Walter, A. / Wolf, J. (Hg.): *Methodik der empirischen Forschung*, 2. Aufl., Gabler, Wiesbaden, S. 33–48.
- Bortz, J. / Döring, N. (2006): *Forschungsmethoden und Evaluation für Human- und Sozialwissenschaftler*, 4. Aufl., Springer, Heidelberg.
- Brav, O. (2009): Access to Capital, Capital Structure, and the Funding of the Firm, in: *The Journal of Finance*, 64 (1), S. 263–308.
- Brezski, E. / Böge, H. / Lübbelshausen, T. / Rohde, T. / Tomat, O. (2006): *Mezzanine-Kapital für den Mittelstand*, Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- Brokamp, J. / Ernst, D. / Hollasch, K. / Lehmann, G. / Weigel, K. (2012): *Mezzanine-Finanzierungen*, Vahlen, München.
- Broyles, J.E. (2003): *Financial Management and Real Options*, Wiley, Chichester.
- Bubolz, M.M. (2001): Family as source, user, and builder of social capital, in: *Journal of Socio-Economics*, 30 (2), S. 129–131.
- Bürgerliches Gesetzbuch (BGB), in der Fassung der Bekanntmachung vom 2. Januar 2002 (BGBl. I S. 42, 2909; 2003 I S. 738), zuletzt geändert durch Art. 1 G. v. 22.07.2014 (BGBl. | S. 1218).
- Burkart, M. / Panunzi, F. / Shleifer, A. (2003): Family Firms, in: *The Journal of Finance*, 58 (5), S. 2167–2202.
- Büschgen, H.E.; Everling, O. (1996): *Handbuch Rating*, Gabler, Wiesbaden.
- BUTLERS GmbH & Co. KG (2013a): *Konzernabschluss des Jahres 2013*.
- BUTLERS GmbH & Co. KG (2013b): *Verkaufprospekt der Namens-Genussrechte der BUTLERS GmbH & Co. KG*.

- BUTLERS GmbH & Co. KG, Herr Funke (02.06.2014): Interview mit dem Kaufmännischen Geschäftsführer der BUTLERS GmbH & Co. KG, Herrn Jörg Funke.
- Cabrera-Suarez, K. / Saa-Perez, P. / Garcia-Almeida, D. (2001): The Succession Process from a Resource- and Knowledge-Based View of the Family Firm, in: *Family Business Review*, 14 (1), S. 37–48.
- Carey, M. / Prowse, S. / Rea, J. / Udell, G. (1993): The Economics of the Private Placement Market, Board of the Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C.
- Cendrowski, H. / Martin, J.P. / Petro, L.W. (2012): *Private equity*, 2. Aufl., Wiley, Hoboken.
- Chaplinsky, S. / Ramchand, L. (2004): The Impact of SEC Rule 144 A on Corporate Debt Issuance by International Firms, in: *Journal of Business Finance & Accounting*, 77 (4), S. 1073–1097.
- Chen, S. / Chen, X. / Cheng, Q. / Shevlin, T. (2010): Are family firms more tax aggressive than non-family firms?, in: *Journal of Financial Economics*, 95 (1), S. 41–61.
- Chrisman, J.J. / Chua, J.H. / Litz, R.A. (2004): Comparing the Agency Costs of Family and Non-Family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence, in: *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28 (4), S. 335–354.
- Chrisman, J.J. / Chua, J.H. / Pearson, A.W. / Barnett, T. (2012): Family Involvement, Family Influence, and Family-Centered Non-Economic Goals in Small Firms, in: *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36 (2), S. 267–293.
- Chrisman, J.J. / Chua, J.H. / Sharma, P. (2005): Trends and Directions in the Development of a Strategic Management Theory of the Family Firm, in: *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29 (5), S. 555–575.
- Chrisman, J.J. / Chua, J.H. / Zahra, S.A. (2003): Creating Wealth in Family Firms through Managing Resources: Comments and Extensions, in: *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27 (4), S. 359–365.
- Chua, J.H. / Chrisman, J.J. / Sharma, P. (1999): Defining the Family Business by Behavior, in: *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23 (4), S. 19–39.
- Cliff, J.E. / Jennings, P.D. (2005): Commentary on the Multidimensional Degree of Family Influence Construct and the F-PEC Measurement Instrument, in: *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29 (3), S. 341–347.
- Coase, R.H. (1937): The Nature of the Firm, in: *Economica*, 4 (16), S. 386–405.
- Collis, D.J. / Montgomery, C.A. (2008): Competing on Resources, in: *Harvard Business Review*, 86 (7/8), S. 140–150.
- Copeland, T.E. / Weston, J.F. / Shastri, K. (2005): *Financial theory and corporate policy*, 4. Aufl., Addison-Wesley, Boston.
- Corbetta, G. / Salvato, C. (2004): Self-Serving or Self-Actualizing? Models of Man and Agency Costs in Different Types of Family Firms: A Commentary on »Comparing the Agency Costs of Family and Non-family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence«, in: *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28 (4), S. 355–362.
- Creditreform (2012): *Wirtschaftslage und Finanzierung im Mittelstand – Frühjahr 2012*, Verband der Vereine Creditreform e.V., Neuss.
- Creditreform (2013): *Corporate Bonds in Deutschland*, Creditreform Rating AG, Neuss.
- Creditreform (2014): *Mittelständische Anleihemärkte in Deutschland – 2012–13*, Creditreform Rating AG, Neuss.
- Croci, E. / Doukas, J.A. / Gonenc, H. (2011): Family Control and Financing Decisions, in: *European Financial Management*, 17 (5), S. 860–897.

- Cumming, D. / Johan, S.A. (2013): *Venture capital and private equity contracting*, 2. Aufl., Elsevier, Waltham; Boston.
- Cünnen, A. (2010): Wohl und Wehe von Schuldscheindarlehen, abgerufen von <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/mittelstand/refinanzierung-wohl-und-wehe-von-schuldscheindarlehen/3341722.html> am 17. 11. 2014.
- Cünnen, A. (2011): Mit Schulden Geld verdienen, abgerufen von <http://www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-maerkte/anleihen/geschichte-der-anleihe-mit-schulden-geld-verdienen/4521732.html> am 17. 11. 2014.
- Daily, C.M. / Dollinger, M.J. (1993): Alternative Methodologies for Identifying Family-versus Nonfamily-Managed Businesses, in: *Journal of Small Business Management*, 31 (2), S. 79–90.
- Däumler, K.-D. / Grabe, J. (2008): *Betriebliche Finanzwirtschaft*, 9. Aufl., Nwb, Herne.
- Davis, J.H. / Schoorman, F.D. / Donaldson, L. (1997): Toward a Stewardship Theory of Management, in: *Academy of Management Review*, 22 (1), S. 20–47.
- Davis, P.S. / Harveston, P.D. (1999): In the Founder's Shadow: Conflict in the Family Firm, in: *Family Business Review*, 12 (4), S. 311–323.
- DDV (2012): Stellungnahme zum Gesetzentwurf der Bundesregierung »Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2010/73/EU und zur Änderung des Börsengesetzes« – Drucksache 17/8684 -, Deutscher Derivate Verband, Berlin.
- DeAngelo, H. / Masulis, R.H. (1980): Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation, in: *Journal of Financial Economics*, 8 (1), S. 3–29.
- Deloitte (2011): RSI-forum Sonderausgabe – Studie: Mittelstandsfinanzierung über den Kapitalmarkt!? – Eine Umfrage bei erfolgreichen Emittenten und bei Mittelständlern, Deloitte & Touche GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.
- Dentz, M. (2014a): Das Ende des Standard-Mezzanine, abgerufen von <http://www.finance-magazin.de/geld-liquiditaet/alternative-finanzierungen/das-ende-des-standard-mezzanine/> am 17. 11. 2014.
- Dentz, M. (2014b): Der Stresstest, in: *Finance*, Oktober/November, S. 10–14.
- Deutsche Börse AG (2006): *Praxishandbuch Börsengang*, Gabler, Wiesbaden.
- Deutsche Bundesbank (2011): *Basel III–Leitfaden zu den neuen Eigenkapital- und Liquiditätsregeln für Banken*, Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (2012): *Monatsbericht Januar 2012*, Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (2013): *Monatsbericht Dezember 2013*, Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (2014): *Bank Lending Survey des Eurosystems – Ergebnisse für Deutschland*, abgerufen von [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Standardartikel/Aufgaben/Geldpolitik/volkswirtschaft\\_bank\\_lending\\_survey.html](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Standardartikel/Aufgaben/Geldpolitik/volkswirtschaft_bank_lending_survey.html).
- Dewatripont, M. / Tirole, J. (1994): A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager-Shareholder Congruence, in: *Quarterly Journal of Economics*, 109 (4), S. 1027–1054.
- DIHK (2010): *Finanzierungskonditionen der Unternehmen – IHK-Expertenbefragung zur Unternehmensfinanzierung 1. Halbjahr 2010*, Berlin.
- Dittrich, K.P. (1998): *Die Privatplazierung im deutschen Kapitalmarktrecht*, Lang, Frankfurt am Main.

- Donaldson, G. (1961): Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity, Harvard University Press, Boston.
- Donaldson, L. (1990): The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory, in: *Academy of Management Review*, 15 (3), S. 369–381.
- Donaldson, L. / Davis, J.H. (1991): Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Stakeholder Returns, in: *Australian Journal of Management*, 16 (1), S. 49–64.
- Donnelley, R.G. (1964): The Family Business, in: *Harvard Business Review*, 42 (4), S. 93–105.
- Dreher, O. (2014): Mittelstandsanleihen und High-Yield-Bonds, in: *Finance – Sonderbeilage zur 10. Structured Finance*, Oktober/November, S. 21.
- Dunn, B. (1995): Success Themes in Scottish Family Enterprises: Philosophies and Practices Through the Generations, in: *Family Business Review*, 8 (1), S. 17–28.
- Eddleston, K.A. / Kellermanns, F.W. / Sarathy, R. (2008): Resource Configuration in Family Firms: Linking Resources, Strategic Planning and Technological Opportunities to Performance, in: *Journal of Management Studies*, 45 (1), S. 26–50.
- Eddleston, K.A. / Kellermanns, F.W. / Zellweger, T.M. (2012): Exploring the Entrepreneurial Behavior of Family Firms: Does the Stewardship Perspective Explain Differences?, in: *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36 (2), S. 347–367.
- Eilers, S. (2008): Grundlagen der Unternehmensfinanzierung, in: Eilers, S. / Rödding, A. / Schmalenbach, D. (Hg.): *Unternehmensfinanzierung*, C.H. Beck, München, S. 1–73.
- Eilers, S.; Rödding, A.; Schmalenbach, D. (2008): *Unternehmensfinanzierung*, C.H. Beck, München.
- Einem, C. von / Schmid, S. (2004): Moderne Private-Debt-Finanzierungsinstrumente und deren rechtliche Implementierung, in: Achleitner, A.-K. / Einem, C. von / Schröder, B. v. (Hg.): *Private Debt*, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, S. 147–167.
- Eisenhardt, K.M. (1989a): Agency Theory: An Assessment and Review, in: *Academy of Management Review*, 14 (1), S. 57–74.
- Eisenhardt, K.M. (1989b): Building Theories from Case Study Research, in: *Academy of Management Review*, 14 (4), S. 532–550.
- Emde, T. / König, A. (2008): Beschaffung von Eigenkapital über regulierte Märkte: Börsengang und Sekundärplatzierung, in: Eilers, S. / Rödding, A. / Schmalenbach, D. (Hg.): *Unternehmensfinanzierung*, C.H. Beck, München, S. 140–182.
- Emmenegger, S. (2006): Die Regulierung von Rating-Agenturen, in: *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht (SZW)*, 1, S. 32–41.
- EQUA-Stiftung (2011): Gesellschafterkompetenz. Die Verantwortung der Eigentümer von Familienunternehmen, EQUA-Schriftenreihe 10/2011, Unternehmer Medien GmbH, Bonn.
- Ernst & Young (2013): The new wave of alternative funding: offshore private placements, Ernst & Young, Australia.
- Ernst & Young / Family Business Center (2005): Finanzielles Risiko- und Investitionsverhalten von Familienunternehmen, Ernst & Young AG, Zürich.
- Europäische Zentralbank (2014): Bank Lending Survey Statistics, abgerufen von <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9484583> am 15.06.2014.
- Fahrenberg, J. / Wolf, T. (2004): Bilanzielle und steuerliche Behandlung von Private-Debt-Strukturen, in: Achleitner, A.-K. / Einem, C. von / Schröder, B. v. (Hg.): *Private Debt*, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, S. 187–216.

- Fama, E.F. (1980): Agency Problems and the Theory of the Firm, in: *Journal of Political Economy*, 88 (2), S. 288–307.
- Fama, E.F. / French, K.R. (2002): Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt, in: *Review of Financial Studies*, 15 (1), S. 1–33.
- Farny, D. / Helten, E. / Koch, P. / Schmidt, R. (1988): *Handwörterbuch der Versicherung HdV*, VVW, Karlsruhe.
- FAZ (2012): Schuldscheine wachsen unter Ausschluss der Öffentlichkeit, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 11. 04. 2012 (85), S. 17.
- FIF (2014): *zupFIF – Schriftenreihe des FIF – Band IV*, Friedrichshafener Institut für Familienunternehmen (FIF), Friedrichshafen.
- Fisher, I. (1930): *The Theory of Interest*, The Macmillan Company, New York.
- Flick, U.; von Kardorff, E.; Steinke, I. (2009): *Qualitative Forschung*, 7. Aufl., Rowohlt-Taschenbuch, Reinbek.
- Flick, U. / von Kardorff, E. / Steinke, I. (2009): Was ist qualitative Forschung? Einleitung und Überblick, in: Flick, U. / von Kardorff, E. / Steinke, I. (Hg.): *Qualitative Forschung*, 7. Aufl., Rowohlt-Taschenbuch, Reinbek, S. 13–30.
- Froschauer, U. / Lueger, M. (2003): *Das qualitative Interview*, facultas.wuv, Wien.
- Gallo, M.A. / Sveen, J. (1991): Internationalizing the Family Business: Facilitating and Restraining Factors, in: *Family Business Review*, 4 (2), S. 181–190.
- Gallo, M.A. / Tàpies, J. / Cappuyns, K. (2004): Comparison of Family and Nonfamily Business: Financial Logic and Personal Preferences, in: *Family Business Review*, 17 (4), S. 303–318.
- Gallo, M.A. / Vilaseca, A. (1996): Finance in Family Business, in: *Family Business Review*, 9 (4), S. 387–401.
- Garz, D.; Kraimer, K. (1991): *Qualitativ-empirische Sozialforschung*, Westdeutscher Verlag, Opladen.
- GDV (2013): *Grundsätze für die Vergabe von Unternehmenskrediten durch Versicherungsgesellschaften – Schuldscheindarlehen*, Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V., Berlin.
- Geisel, B.R. (2004): *Eigenkapitalfinanzierung*, Gabler, Wiesbaden.
- Geisst, C.R. (2007): *Die Geschichte der Wall St*, FinanzBuch-Verl., München.
- Gencer, T. / Elsner, H. (2008): Leasing als attraktive Alternative zur Kreditfinanzierung für den Mittelstand, in: Goeke, M. (Hg.): *Praxishandbuch Mittelstandsfinanzierung*, Gabler, Wiesbaden, S. 149–169.
- Gersick, K.E. / Davis, J.A. / McCollom Hampton, M. / Lansberg, I.S. (1997): *Generation to Generation*, Harvard Business School Press, Boston.
- Giesecke, K. / Longstaff, F.A. / Schaefer, S. / Strebulaev, I. (2011): Corporate bond default risk: A 150-year perspective, in: *Journal of Financial Economics*, 102 (2), S. 233–250.
- Gläser, J. / Laudel, G. (1999): Theoriegeleitete Textanalyse? Das Potential einer variablenorientierten qualitativen Inhaltsanalyse, in *Veröffentlichungsreihe der Arbeitsgruppe Wissenschaftstransformation des Wissenschaftszentrums Berlin für Sozialforschung (WZB)*, Berlin.
- Gläser, J. / Laudel, G. (2009): *Experteninterviews und qualitative Inhaltsanalyse*, 3. Aufl., VS Verlag für Sozialwissenschaften, Wiesbaden.
- Gleissner, W. / Füser, K. (2003): *Leitfaden Rating*, 2. Aufl., Vahlen, München.

- Gleske, C.L. / Laudenklos, F. (2008): Hybride Finanzierung – Grundlagen der hybriden Finanzierungsinstrumente, in: Eilers, S. / Rödding, A. / Schmalenbach, D. (Hg.): Unternehmensfinanzierung, C.H. Beck, München, S. 465–502.
- Goeke, M. (2008): Praxishandbuch Mittelstandsfinanzierung, Gabler, Wiesbaden.
- Goel, S. / Jussila, I. / Ikäheimonen, T. (2014): Governance in Family Firms: A Review and Research Agenda, in: Melin, L. / Nordqvist, M. / Sharma, P. (Hg.): The Sage Handbook of Family Business, Sage Publications, London, S. 226–248.
- Gomez-Mejia, L.R. / Cruz, C. / Berrone, P. / Castro, J. de (2011): The Bind that Ties: Socioemotional Wealth Preservation in Family Firms, in: The Academy of Management Annals, 5 (1), S. 653–707.
- Gomez-Mejia, L.R. / Haynes, K.T. / Núñez-Nickel, M. / Jacobson, Kathryn J. L. / Moyano-Fuentes, J. (2007): Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills, in: Administrative Science Quarterly, 52 (1), S. 106–137.
- Gomez-Mejia, L.R. / Makri, M. / Kintana, M.L. (2010): Diversification Decisions in Family-Controlled Firms, in: Journal of Management Studies, 47 (2), S. 223–252.
- Gottschalk, S. / Niefert, M. / Licht, G. / Hauer, A. / Keese, D. / Woywode, M. (2011): Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen, Stiftung Familienunternehmen, München.
- Grant, R.M. (1991): The Resource-Based Theory of Competitive Advantage: Implications for Strategy Formulation, in: California Management Review, 33 (3), S. 114–135.
- Greenberg, S. (2005): The European Private Placement Debt Market, Harvard Business School.
- Grunow, H.-W. (2012a): CAPMARCON SPEZIAL: Der Schuldschein als tragende Säule der deutschen Unternehmensfinanzierung – Spezial Nr. 2, CAPMARCON GmbH, Stuttgart.
- Grunow, H.-W. (2012b): Zinstief nimmt Risikoscheu – Finanzierungssituation der deutschen Wirtschaft, CAPMARCON GmbH, Stuttgart.
- Habbershon, T.G. / Williams, M.L. (1999): A Resource-Based Framework for Assessing the Strategic Advantages of Family Firms, in: Family Business Review, 12 (1), S. 1–25.
- Habbershon, T.G. / Williams, M.L. / MacMillan, I.C. (2003): A unified systems perspective of family firm performance, in: Journal of Business Venturing, 18 (4), S. 451–465.
- Habersack, M.; Mülbert, P.O.; Schlitt, M. (2013): Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 3. Aufl., Schmidt, Köln.
- Hackl, E. / Jandl, H. (2004): Beteiligungsfinanzierung durch Venture Capital und Private Equity, in: Stadler, W. (Hg.): Die neue Unternehmensfinanzierung, Redline Wirtschaft, Frankfurt am Main, S. 194–210.
- Hair, J.F. / Wolfenbarger Celsi, M. / Money, A.H. (2011): Essentials of business research methods, 2. Aufl., M. E. Sharpe, Armonk.
- Haller, W. von (2008): Was bieten Großbanken mittelständischen Familienunternehmen?, in: Goeke, M. (Hg.): Praxishandbuch Mittelstandsfinanzierung, Gabler, Wiesbaden, S. 99–110.
- Handelsgesetzbuch (HGB), in der im Bundesgesetzblatt Teil III, Gliederungsnummer 4100–1, veröffentlichten bereinigten Fassung, zuletzt geändert durch Art. 13 G. v. 15.07.2014 (BGBl. | S. 934).

- Harris, M. / Raviv, A. (1988): Corporate Control Contests and Capital Structure, in: *Journal of Financial Economics*, 20 (1/2), S. 55–86.
- Harris, M. / Raviv, A. (1990): Capital Structure and the Informational Role of Debt, in: *The Journal of Finance*, 45 (2), S. 321–349.
- Harris, M. / Raviv, A. (1991): The Theory of Capital Structure, in: *The Journal of Finance*, 46 (1), S. 297–355.
- Hasler, P.T. (2013): Unternehmensanleihen, FBV, München.
- Hasler, P.T. / Karl, C. (2013): Debt Relations aus Sicht des Beraters, in: Hasler, P.T. / Launer, M.A. / Wilhelm, M.K. (Hg.): *Praxishandbuch Debt Relations*, Springer, Wiesbaden, S. 305–319.
- Hasler, P.T.; Launer, M.A.; Wilhelm, M.K. (2013): *Praxishandbuch Debt Relations*, Springer, Wiesbaden.
- Haunschild, L. / Wolter, H.-J. (2010): Volkswirtschaftliche Bedeutung von Familien- und Frauenunternehmen, IfM Bonn, Bonn.
- Heinkel, R. (1982): A Theory of Capital Structure Relevance under Imperfect Information, in: *The Journal of Finance*, 37 (5), S. 1141–1150.
- Hermanns, J. (2006): *Optimale Kapitalstruktur und Market Timing*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden.
- Hershman, A. (1969): Private Placement – The »new« money game, in: *Management Review*, 58 (4), S. 9–13.
- Hinz, H.C. / Johannson, C. (2013): Die Platzierung von Debt Produkten, in: Hasler, P.T. / Launer, M.A. / Wilhelm, M.K. (Hg.): *Praxishandbuch Debt Relations*, Springer, Wiesbaden, S. 401–424.
- Hirsch, U. (1996): Rating ist objektiv subjektiv, in: Büschgen, H.E. / Everling, O. (Hg.): *Handbuch Rating*, Gabler, Wiesbaden, S. 657–672.
- Hirshleifer, J. (1970): *Investment, interest, and capital*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs.
- Hochgatterer, R. / Sacher, M. / Wallner, J. (2004): Finanzierung über Unternehmensanleihen, in: Stadler, W. (Hg.): *Die neue Unternehmensfinanzierung*, Redline Wirtschaft, Frankfurt am Main, S. 169–183.
- Holmen, M. / Knopf, J.D. / Peterson, S. (2007): Trading-off Corporate Control and Personal Diversification through Capital Structure and Merger Activity, in: *Journal of Business Finance & Accounting*, 34 (9–10), S. 1470–1495.
- Holt, D.T. / Rutherford, M.W. / Kuratko, D.F. (2010): Advancing the Field of Family Business Research: Further Testing the Measurement Properties of the F-PEC, in: *Family Business Review*, 23 (1), S. 76–88.
- Howorth, C. / Westhead, P. / Wright, M. (2004): Buyouts, information asymmetry and the family management dyad, in: *Journal of Business Venturing*, 19 (4), S. 509–534.
- Hutter, S. / Kaulamo, K. (2006): Antragsdokumente für Börsennotierung und Angebot von Wertpapieren, in: Deutsche Börse AG (Hg.): *Praxishandbuch Börsengang*, Gabler, Wiesbaden, S. 191–215.
- IKB Deutsche Industriebank AG (2012): *Unternehmer Themen*, IKB Deutsche Industriebank AG, Düsseldorf.
- Institutional Money (2012): *Schuldscheindarlehen: Kaum bemerkte Wachstumsstory*, Ausgabe 1/2012, abgerufen von <http://www.institutional-money.com/magazin/uebersicht/artikel/schuldscheindarlehen-kaum-bemerkte-wachstumsstory>.

- Investkredit Bank AG (2011): Mittelstandsbonds und Schuldscheindarlehen, Investkredit Bank AG, Wien.
- James, H.S. (1999): Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm, in: *International Journal of the Economics of Business*, 6 (1), S. 41–55.
- Jensen, M.C. (1986): Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, in: *American Economic Review*, 76 (2), S. 323–329.
- Jensen, M.C. / Meckling, W.H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: *Journal of Financial Economics*, 3 (4), S. 305–360.
- Jiraporn, P. / DaDalt, P.J. (2009): Does founding family control affect earnings management?, in: *Applied Economics Letters*, 16 (2), S. 113–119.
- Kaiser, B. (2008): Operative Finanzierungsformen – Asset Backed Securities, in: Eilers, S. / Rödding, A. / Schmalenbach, D. (Hg.): *Unternehmensfinanzierung*, C.H. Beck, München, S. 576–596.
- Kann, G. (2011): IKB Report – Mittelstandsfinanzierung mit neuen Perspektiven, IKB Deutsche Industriebank AG, Düsseldorf.
- Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB), in der Fassung vom 04. Juli 2013 (BGBl. I S. 1981), zuletzt geändert durch Art. 2 G v. 15. 7. 2014 (BGBl. | S. 934).
- Kapitalmarktexperte (11.02.2014): Expertengespräch mit einem Kapitalmarktexperten.
- Kaplan, S.N. / Strömberg, P. (2009): Leveraged Buyouts and Private Equity, in: *Journal of Economic Perspectives*, 23 (1), S. 121–146.
- Kaserer, C. (2010): Basel III – Eine Herausforderung für die Unternehmensfinanzierung, in: *Der Betrieb*, 41, S. 1.
- Kaya, M. (2007): Verfahren der Datenerhebung, in: Albers, S. / Klapper, D. / Konradt, U. / Walter, A. / Wolf, J. (Hg.): *Methodik der empirischen Forschung*, 2. Aufl., Gabler, Wiesbaden, S. 49–64.
- Kellermanns, F.W. / Eddleston, K.A. (2004): Feuding Families: When Conflict Does a Family Firm Good, in: *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28 (3), S. 209–228.
- Kets de Vries, M.F. (1993): The dynamics of family controlled firms: The good and the bad news, in: *Organizational Dynamics*, 21 (3), S. 59–71.
- KfW (2003): *Beteiligungskapital in Deutschland: Anbieterstrukturen, Verhaltensmuster, Marktlücken und Förderbedarf*, KfW, Berlin.
- KfW (2014): *KfW-Kreditmarktausblick Juni 2014*, KfW, Frankfurt am Main.
- Kienbaum, Jochen, Börner, Christoph J. (2003): *Neue Finanzierungswege für den Mittelstand*, Gabler, Wiesbaden.
- Kim, E.H. (1978): A mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity, in: *The Journal of Finance*, 22 (1), S. 45–63.
- Klein, C. (2013): Reduzierung der Marktvolatilität durch Bondkommunikation, in: Hasler, P.T. / Launer, M.A. / Wilhelm, M.K. (Hg.): *Praxishandbuch Debt Relations*, Springer, Wiesbaden, S. 509–523.
- Klein, S.B. (2000): Family Businesses in Germany: Significance and Structure, in: *Family Business Review*, 13 (3), S. 157–182.
- Klein, S.B. (2008): *Internationale Familienunternehmen – Definition und Selbstbild*, in: Rödl, C. (Hg.): *Internationale Familienunternehmen*, C.H. Beck, München, S. 1–14.
- Klein, S.B. (2010): *Familienunternehmen*, 3. Aufl., Eul, Lohmar; Köln.

- Klein, S.B. / Astrachan, J.H. / Smyrnios, K.X. (2005): The F-PEC Scale of Family Influence: Construction, Validation, and Further Implication for Theory, in: *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29 (3), S. 321–339.
- Kotey, B. (2005): Goals, management practices, and performance of family SMEs, in: *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, 11 (1), S. 3–24.
- Krämer, L.R. (2008): Externes Rating, in: Eilers, S. / Rödding, A. / Schmalenbach, D. (Hg.): *Unternehmensfinanzierung*, C.H. Beck, München, S. 342–353.
- Kraus, A. / Litzenberger, R.H. (1973): A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage, in: *The Journal of Finance*, 28 (4), S. 911–923.
- Kraus, T. / Schröder, J. / Schnutenhaus, D. (2014): Finanzierungslandschaft im Umbruch: neue Finanzierungsstrategien für den Mittelstand, in: *Corporate Finance*, 4, S. 192–200.
- Krausser, T. / Schulze, V. (2014): Versicherung als Partner, in: *Finance – Sonderbeilage zur 10. Structured Finance*, Oktober/November, S. 32.
- Kreditwesengesetz (KWG), in der Fassung der Bekanntmachung vom 09.09.1998 (BGBl. I S. 2776), geändert durch Art. 1 G v. 15.07.2014 (BGBl. | S. 934).
- Kreutz, R. / Everling, O. (2013): Rating von Debt Produkten und die Bedeutung von Rating Advisory, in: Hasler, P.T. / Launer, M.A. / Wilhelm, M.K. (Hg.): *Praxishandbuch Debt Relations*, Springer, Wiesbaden, S. 361–377.
- Kullmann, W. (2008): Schuldscheindarlehen, in: Eilers, S. / Rödding, A. / Schmalenbach, D. (Hg.): *Unternehmensfinanzierung*, C.H. Beck, München, S. 274–283.
- Kuthe, T. / Zipperle Madeleine (2013): Rechtliche Rahmenbedingungen bei der Emission von Debt Produkten, in: Hasler, P.T. / Launer, M.A. / Wilhelm, M.K. (Hg.): *Praxishandbuch Debt Relations*, Springer, Wiesbaden, S. 107–124.
- Laarveld, A. (2014): Anleihe oder Schuldschein?, in: *Finance – Sonderbeilage zur 10. Structured Finance*, Oktober/November, S. 15.
- Lamnek, S. (2010): *Qualitative Sozialforschung*, 5. Aufl., Beltz, Weinheim; Basel.
- Lange, K.W. / Henkelmann, F. (2005): *Familienunternehmen und Finanzierung – Ein Leitfaden*, WIFU, Witten.
- Lansberg, I.S. (1983): Managing Human Resources in Family Firms: The Problem of Institutional Overlap, in: *Organizational Dynamics*, 12 (1), S. 39–46.
- Le Breton-Miller, I. / Miller, D. (2006): Why Do Some Family Businesses Out-Compete? Governance, Long-Term Orientations, and Sustainable Capability, in: *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30 (6), S. 731–746.
- Le Breton-Miller, I. / Miller, D. / Lester, R.H. (2011): Stewardship or Agency? A Social Embeddedness Reconciliation of Conduct and Performance in Public Family Businesses, in: *Organization Science*, 22 (3), S. 704–721.
- Leland, H.E. / Pyle, D.H. (1977): Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, in: *The Journal of Finance*, 32 (2), S. 371–387.
- Lindhout, J.-W. / Wölfer, K. (2013): Die strategische Strukturierung der Passivseite der Bilanz: Integriertes Kapitalstrukturmanagement statt produktgetriebener Finanzierung, in: Hasler, P.T. / Launer, M.A. / Wilhelm, M.K. (Hg.): *Praxishandbuch Debt Relations*, Springer, Wiesbaden, S. 321–346.
- Littunen, H. / Hyrsky, K. (2000): The Early Entrepreneurial Stage in Finnish Family and Nonfamily Firms, in: *Family Business Review*, 13 (1), S. 41–54.

- Litz, R.A. (1997): The Family Firm's Exclusion From Business School Research: Explaining the Void; Addressing the Opportunity, in: *Entrepreneurship Theory and Practice*, 21 (3), S. 55–71.
- Litz, R.A. (2008): Two Sides of a One-Sided Phenomenon: Conceptualizing the Family Business and Business Family as a Mobius Strip, in: *Family Business Review*, 21 (3), S. 217–236.
- López-Gracia, J. / Sánchez-Andújar, S. (2007): Financial Structure of the Family Business: Evidence From a Group of Small Spanish Firms, in: *Family Business Review*, 20 (4), S. 269–287.
- Martí, J. / Menéndez-Requejo, S. / Rottke, O.M. (2013): The impact of venture capital on family businesses: Evidence from Spain, in: *Journal of World Business*, 48 (3), S. 420–430.
- Maschinenbau GmbH: Geschäftsbericht des Jahres 2013.
- Maschinenbau GmbH, Head of Finance (17.09.2014): Interview mit dem Head of Finance der Maschinenbau GmbH.
- Matthews, C.H. / Vasudevan, D.P. / Barton, S.L. / Apana, R. (1994): Capital Structure Decision Making in Privately Held Firms: Beyond the Finance Paradigm, in: *Family Business Review*, 7 (4), S. 349–367.
- May, D.O. (1995): Do Managerial Motives Influence Firm Risk Reduction Strategies?, in: *The Journal of Finance*, 50 (4), S. 1291–1308.
- Mayring, P. (2002): Einführung in die qualitative Sozialforschung, 5. Aufl., Beltz, Weinheim; Basel.
- Mayring, P. (2007): Generalisierung in qualitativer Forschung, in: *Forum: Qualitative Sozialforschung*, 8 (3).
- Mayring, P. (2008): Qualitative Inhaltsanalyse, 10. Aufl., Beltz, Weinheim; Basel.
- McConaughy, D.L. / Phillips, G.M. (1999): Founders versus Descendants: The Profitability, Efficiency, Growth Characteristics and Financing in Large, Public, Founding-Family-Controlled Firms, in: *Family Business Review*, 12 (2), S. 123–131.
- Mechatronik GmbH, CEO (16.05.2014): Interview mit dem CEO der Mechatronik GmbH.
- Mechatronik GmbH, CFO (16.05.2014): Interview mit dem CFO der Mechatronik GmbH.
- Melin, L.; Nordqvist, M.; Sharma, P. (2014): *The Sage Handbook of Family Business*, Sage Publications, London.
- Messer Group GmbH (2013): Geschäftsbericht des Jahres 2013.
- Messer Group GmbH, Dr. Wienands (15.09.2014): Interview mit dem CFO der Messer Group GmbH, Dr. Hans-Gerd Wienands.
- Messer Group GmbH, Herr Messer (15.09.2014): Interview mit dem CEO der Messer Group GmbH, Herrn Stefan Messer.
- Messer Group GmbH, Herr Müller (15.09.2014): Interview mit dem Group Treasurer der Messer Group GmbH, Herrn Markus Müller.
- Metallverarbeitungs-AG (2013): Geschäftsbericht des Jahres 2013.
- Metallverarbeitungs-AG, CFO (21.07.2014): Interview mit dem CFO der Metallverarbeitungs-AG.
- Meuser, M. / Nagel, U. (1991): ExpertInneninterviews – vielfach erprobt, wenig bedacht : ein Beitrag zur qualitativen Methodendiskussion, in: Garz, D. / Kraimer, K. (Hg.): *Qualitativ-empirische Sozialforschung*, Westdeutscher Verlag, Opladen, S. 441–471.

- Meuser, M. / Nagel, U. (2009): Das Experteninterview – konzeptionelle Grundlagen und methodische Anlage, in: Pickel, S. / Pickel, G. / Lauth, H.-J. / Jahn, D. (Hg.): Methoden der vergleichenden Politik- und Sozialwissenschaft, VS Verlag für Sozialwissenschaften, Wiesbaden, S. 465–479.
- Miles, M.B. / Huberman, A.M. (1994): *Qualitative data analysis*, 2. Aufl., Sage Publications, Thousand Oaks.
- Miller, D. / Le Breton-Miller, I. (2003): Challenge versus advantage in family business, in: *Strategic Organization*, 1 (1), S. 127–134.
- Miller, D. / Le Breton-Miller, I. (2006): Family Governance and Firm Performance: Agency, Stewardship, and Capabilities, in: *Family Business Review*, 19 (1), S. 73–87.
- Miller, D. / Le Breton-Miller, I. / Scholnick, B. (2008): Stewardship vs. Stagnation: An Empirical Comparison of Small Family and Non-Family Businesses, in: *Journal of Management Studies*, 45 (1), S. 51–78.
- Mishra, C.S. / McConaughy, D.L. (1999): Founding Family Control and Capital Structure: The Risk of Loss of Control and the Aversion to Debt, in: *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23 (4), S. 53–64.
- Mittendorfer, R. / Samudovska, M. (2004): Finanzierung über Schuldscheindarlehen, in: Stadler, W. (Hg.): *Die neue Unternehmensfinanzierung*, Redline Wirtschaft, Frankfurt am Main, S. 184–192.
- Modigliani, F. / Miller, M.H. (1958): The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment, in: *American Economic Review*, 48 (3), S. 291–297.
- Modigliani, F. / Miller, M.H. (1963): Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, in: *American Economic Review*, 53 (3), S. 433–443.
- Möhring, P.; Rittershausen, H. (1966): *Taschenbücher für Geld, Bank und Börse*, Fritz Knapp, Frankfurt am Main.
- Moody's (2013): *European Corporate Default and Recovery Rates, 1985–2012*, Moody's Investors Service, Inc., New York.
- Morck, R. / Shleifer, A. / Vishny, R.W. (1988): Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, in: *Journal of Financial Economics*, 20 (1/2), S. 293–315.
- Morck, R. / Yeung, B. (2003): Agency Problems in Large Family Business Groups, in: *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27 (4), S. 367–382.
- Müller, S. / Brackschulze, K. / Mayer-Fiedrich, M.D. (2011): *Finanzierung mittelständischer Unternehmen nach Basel III*, 2. Aufl., Vahlen, München.
- Munsch, M. (2013): Debt Relations mit Ratingagenturen, in: Hasler, P.T. / Launer, M.A. / Wilhelm, M.K. (Hg.): *Praxishandbuch Debt Relations*, Springer, Wiesbaden, S. 261–270.
- Müntefering, F. (2004): Freiheit und Verantwortung, abgerufen von <http://www.franzmuentefering.de/reden/19.11.04.html> am 17. 11. 2014.
- Myers, S.C. (1977): Determinants of Corporate Borrowing, in: *Journal of Financial Economics*, 5 (2), S. 147–175.
- Myers, S.C. (1984): The Capital Structure Puzzle, in: *The Journal of Finance*, 39 (3), S. 575–592.
- Myers, S.C. / Majluf, N.S. (1984): Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, in: *Journal of Financial Economics*, 13 (2), S. 187–221.

- National Association of Insurance Commissioners (NAIC) (2014): Private placements, abgerufen von [http://www.naic.org/cipr\\_topics/topic\\_private\\_placements.htm](http://www.naic.org/cipr_topics/topic_private_placements.htm) am 17. 11.2014.
- Nemec, E. (1999): Kapitalstruktur und Corporate Governance in bankorientierten Finanzsystemen, Gabler / Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden.
- Neumüller, M. / Hochgatterer, R. (2004): Verbriefung von Unternehmensforderungen – Asset Backed Securities, in: Stadler, W. (Hg.): Die neue Unternehmensfinanzierung, Redline Wirtschaft, Frankfurt am Main, S. 263–276.
- Niefert, M. / Heger, D. / Licht, G. / Hauer, A. / Keese, D. / Woywode, M. (2009): Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen, Stiftung Familienunternehmen, München.
- Nordqvist, M. (2005): Familiness in Top Management Teams: Commentary on Ensley and Pearson's »An Exploratory Comparison of the Behavioral Dynamics of Top Management Teams in Family and Nonfamily New Ventures: Cohesion, Conflict, Potency, and Consensus«, in: Entrepreneurship Theory and Practice, 29 (3), S. 285–292.
- O'Connor, C.M. (2004): The Private Route, in: Investment Dealers' Digest, 70 (33), S. 30–36.
- Oldenbourg, A. / Preisenberger, S. (2004): Stille Beteiligungen als traditionelle Form der Mezzanine-Finanzierung im deutschen Mittelstand, in: Achleitner, A.-K. / Einem, C. von / Schröder, B.v. (Hg.): Private Debt, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, S. 139–145.
- Opitz, P. (2008): Internes Rating und seine Auswirkungen auf das Kreditgeschäft, in: Eilers, S. / Rödding, A. / Schmalenbach, D. (Hg.): Unternehmensfinanzierung, C.H. Beck, München, S. 317–341.
- Paulus, S. (2014a): Rewe mit erstem German Private Placement, abgerufen von <http://www.dertreasurer.de/news/persoendlich-personal/rewe-mit-erstem-german-private-placement/> am 17. 11.2014.
- Paulus, S. (2014b): Schuldschein bekommt mit Euro-Private-Placement Konkurrenz, abgerufen von <http://www.dertreasurer.de/news/finanzen-bilanzen/schuldschein-be-kommt-mit-euro-private-placement-konkurrenz/> am 17. 11.2014.
- Perridon, L. / Steiner, M. / Rathgeber, A.W. (2009): Finanzwirtschaft der Unternehmung, 15. Aufl., Vahlen, München.
- Pickel, S.; Pickel, G.; Lauth, H.-J.; Jahn, D. (2009): Methoden der vergleichenden Politik- und Sozialwissenschaft, VS Verlag für Sozialwissenschaften, Wiesbaden.
- Picot, A. / Dietl, H. / Franck, E. (2008): Organisation, 5. Aufl., Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- Poutziouris, P.Z. (2001): The Views of Family Companies on Venture Capital: Empirical Evidence from the UK Small to Medium-Size Enterprising Economy, in: Family Business Review, 14 (3), S. 277–291.
- Poutziouris, P.Z. (2011): The financial structure and performance of owner-managed family firms: Evidence from the UK economy, in: Universia Business Review, 32, S. 70–81.
- Prym, C. (2011): Familienunternehmen und Beteiligungskapital, Universität Witten/Herdecke, Witten.
- Ramsenthaler, C. (2013): Was ist »Qualitative Inhaltsanalyse?«, in: Schnell, M.; Schulz, C. / Kolbe, H. / Dunger, C. (Hg.): Der Patient am Lebensende, Springer, Wiesbaden, S. 23–42.

- Reichertz, J. (2009): Abduktion, Deduktion und Induktion in der qualitativen Forschung, in: Flick, U. / von Kardorff, E. / Steinke, I. (Hg.): *Qualitative Forschung*, 7. Aufl., Rowohlt-Taschenbuch, Reinbek, S. 276–286.
- Reichling, P. / Beinert, C. / Henne, A. (2005): *Praxishandbuch Finanzierung*, Gabler, Wiesbaden.
- Ricken, S. (2008): *Verbriefung von Krediten und Forderungen in Deutschland*, Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf.
- Robichek, A. A. / Myers, S.C. (1966): Problems in the theory of optimal capital structure, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1 (2), S. 1–35.
- Rödl, C. (2008): *Internationale Familienunternehmen*, C.H. Beck, München.
- Rohleder, M. (2014): *Unternehmensanleihen – Eine Research-Publikation der DZ BANK AG, DZ Bank AG, Frankfurt am Main*.
- Roland Berger Strategy Consultants (2011): *Herausforderungen für Unternehmen in der Wachstumsfinanzierung im aktuellen Marktumfeld – Internationale Finanzierungsstudie 2011 – Auswertung Deutschland*, Roland Berger Strategy Consultants, Frankfurt am Main.
- Romano, C.A. / Tanewski, G.A. / Smyrniotou, K.X. (2001): Capital structure decision making, in: *Journal of Business Venturing*, 16 (3), S. 285–310.
- Rösler, P. / Mackenthun, T. / Pohl, R. (2002): *Handbuch Kreditgeschäft*, 6. Aufl., Gabler, Wiesbaden.
- Ross, S.A. (1973): The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, in: *American Economic Review*, 63 (2), S. 134–139.
- Ross, S.A. (1977): The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach, in: *The Bell Journal of Economics*, 8 (1), S. 23–40.
- Rottke, O.M. (2014): *Der Einfluss von Venture Capital auf Familienunternehmen: Eine empirische Analyse in Spanien*, in: FIF (Hg.): *zupFIF – Schriftenreihe des FIF – Band IV*, Friedrichshafener Institut für Familienunternehmen (FIF), Friedrichshafen, S. 43–50.
- Rudolf, S. (2013): *Entwicklungen im Kapitalmarkt in Deutschland*, in: Habersack, M. / Mühlbert, P.O. / Schlitt, M. (Hg.): *Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*, 3. Aufl., Schmidt, Köln, S. 1–56.
- Rudolph, B. (2006): *Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt*, Mohr Siebeck, Tübingen.
- Rudolph, B. / Hofmann, B. / Schaber, A. / Schäfer, K. (2007): *Kreditrisikotransfer*, Springer, Berlin.
- Schmitt, C. (2012): *Schuldscheindarlehen als Alternative zum Bankkredit – Voraussetzungen und praktische Hinweise*, in: *Betriebs-Berater*, 67 (33), S. 2039–2042.
- Schneck, O. (2006): *Handbuch alternative Finanzierungsformen*, Wiley, Weinheim.
- Schnell, M.; Schulz, C.; Kolbe, H.; Dunger, C. (2013): *Der Patient am Lebensende*, Springer, Wiesbaden.
- Scholes, L. / Wright, M. / Westhead, P. / Bruining, H. / Kloeckner, O. (2009): Family-Firm Buyouts, Private Equity, and Strategic Change, in: *The Journal of Private Equity*, 12 (2), S. 7–18.
- Schott, K. / Bartsch, A. (2008a): *Operative Finanzierungsformen – Factoring*, in: Eilers, S. / Rödding, A. / Schmalenbach, D. (Hg.): *Unternehmensfinanzierung*, C.H. Beck, München, S. 564–576.

- Schott, K. / Bartsch, A. (2008b): Operative Finanzierungsformen – Leasing, in: Eilers, S. / Rödding, A. / Schmalenbach, D. (Hg.): Unternehmensfinanzierung, C.H. Beck, München, S. 537–564.
- Schraml, S.C. (2010): Finanzierung von Familienunternehmen, Gabler, Wiesbaden.
- Schulze, W.S. / Lubatkin, M.H. / Dino, R.N. (2003): Toward a theory of agency and altruism in family firms, in: *Journal of Business Venturing*, 18 (4), S. 473–490.
- Schulze, W.S. / Lubatkin, M.H. / Dino, R.N. / Buchholtz, A.K. (2001): Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence, in: *Organization Science*, 12 (2), S. 99–116.
- Scope Ratings GmbH (2013): Outlook 2014 – Deutscher SME Anleihemarkt, Scope Ratings GmbH, Berlin.
- Scott, J.H. (1976): A Theory of Optimal Capital Structure, in: *The Bell Journal of Economics*, 7 (1), S. 33–54.
- Securities and Exchange Commission (1990): Resale of Restricted Securities; Changes to Method of Determining Holding Period of Restricted Securities Under Rules 144 and 145.
- Shanker, M.C. / Astrachan, J.H. (1996): Myths and Realities: Family Businesses' Contribution to the US Economy—A Framework for Assessing Family Business Statistics, in: *Family Business Review*, 9 (2), S. 107–123.
- Sharma, P. / Sharma, S. (2011): Drivers of Proactive Environmental Strategy in Family Firms, in: *Business Ethics Quarterly*, 21 (2), S. 309–334.
- Shukla, P.P. / Carney, M. / Gedajlovic, E. (2014): Economic Theories of Family Firms, in: Melin, L. / Nordqvist, M. / Sharma, P. (Hg.): *The Sage Handbook of Family Business*, Sage Publications, London, S. 100–118.
- Siemens Financial Services (2002): Die stille Revolution – Der Wandel der Unternehmensfinanzierung in Deutschland, Siemens Financial Services GmbH (SFS), München.
- Sirmon, D.G. / Hitt, M.A. (2003): Managing Resources: Linking Unique Resources, Management, and Wealth Creation in Family Firms, in: *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27 (4), S. 339–358.
- Smith, J.K. / Smith, R.L. / Bliss, R.T. (2011): Entrepreneurial finance, *Stanford Economics and Finance*, Stanford.
- Sorenson, R.L. (1999): Conflict Management Strategies Used by Successful Family Businesses, in: *Family Business Review*, 12 (4), S. 325–340.
- Stadler, W. (2004): Die neue Unternehmensfinanzierung, Redline Wirtschaft, Frankfurt am Main.
- Staroßom, H. (2013): Corporate Finance Teil 2, Gabler, Wiesbaden.
- Steinke, I. (2009): Gütekriterien qualitativer Forschung, in: Flick, U. / von Kardorff, E. / Steinke, I. (Hg.): *Qualitative Forschung*, 7. Aufl., Rowohlt-Taschenbuch, Reinbek, S. 319–331.
- Strauch, M. (2008): Privatplatzierung von US-Schuldverschreibungen (US Debt Private Placements), in: Eilers, S. / Rödding, A. / Schmalenbach, D. (Hg.): Unternehmensfinanzierung, C.H. Beck, München, S. 283–289.
- Strauss, A.L. / Corbin, J.M. (1998): *Basics of qualitative research*, 2. Aufl., Sage Publications, Thousand Oaks.
- Stulz, R.M. (1990): Managerial discretion and optimal financing policies, in: *Journal of Financial Economics*, 26 (1), S. 3–27.

- Tagiuri, R. / Davis, J. (1996): Bivalent Attributes of the Family Firm, in: *Family Business Review*, 9 (2), S. 199–208.
- Teece, D.J. (1992): Foreign Investment and Technological Development in Silicon Valley, in: *California Management Review*, 34 (2), S. 88–106.
- Thommen, J.-P. / Achleitner, A.-K. (2006): *Allgemeine Betriebswirtschaftslehre*, 5. Aufl., Gabler, Wiesbaden.
- Trapp, C. (2013): § 37 Börsenzulassungsverfahren, in: Habersack, M. / Mülbert, P.O. / Schlitt, M. (Hg.): *Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*, 3. Aufl., Schmidt, Köln, S. 1193–1218.
- Villalonga, B. / Amit, R. (2009): How Are U.S. Family Firms Controlled?, in: *Review of Financial Studies*, 22 (8), S. 3047–3091.
- Visscher, F.M. / Aronoff, C.E. / Ward, J.L. (1995): *Financing transactions: Managing Capital and Liquidity in the Family Business*, 2. Aufl., Family Enterprise Publisher, Marrietta.
- Wahl, S.J. (2004): *Private Debt*, Verlag Wissenschaft und Praxis, Sternenfels.
- Waigel, C. (08.04.2014): Interview mit Dr. Christian Waigel.
- Ward, J.L. (1997): Growing the Family Business: Special Challenges and Best Practices, in: *Family Business Review*, 10 (4), S. 323–337.
- Ward, J.L. (2011): *Keeping the family business healthy*, Palgrave Macmillan, New York.
- Warnholtz, T.A. (2004): Private-Debt-Markt und Finanzinstrumente aus Investorensicht, in: Achleitner, A.-K. / Einem, C. von / Schröder, B.v. (Hg.): *Private Debt*, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, S. 101–110.
- Weiss, W. (2001): Asset Backed Securities (ABS), in: Achleitner, A.-K. / Thoma, G.F. (Hg.): *Handbuch Corporate Finance*, 2. Aufl., Deutscher Wirtschaftsdienst, Köln, S. 1–34.
- Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), in der Fassung der Bekanntmachung vom 09.09.1998 I 2708; durch Art. 5 G. v. 15.07.2014 (BGBl. | S. 934).
- Wertpapierprospektgesetz (WpPG), in der Fassung vom 22.06.2005 (BGBl. I S. 1698), zuletzt geändert durch Art. 11 G. v. 20.09.2013 (BGBl. | S. 3642).
- Westhead, P. / Howorth, C. / Cowling, M. (2002): Ownership and management issues in first generation and multi-generation family firms, in: *Entrepreneurship & Regional Development*, 14 (3), S. 247–269.
- Wieland, C. (2003): Factoring – Hintergründe und aktuelle Entwicklungen, in: Kienbaum, J. / Börner, C.J. (Hg.): *Neue Finanzierungswege für den Mittelstand*, Gabler, Wiesbaden, S. 215–228.
- WIFU (2014): Definition von Familienunternehmen, abgerufen von <http://www.wifu.de/forschung/definitionen/familienunternehmen/> am 17.11.2014.
- Wimmer, R. (1997): Allgemeine Thesen zu Familienunternehmen, in *Erfolgsfaktor Familienunternehmen*, Schriftenreihe der Investkredit AG, Wien.
- Wimmer, R. (2011): Die besondere Verantwortung von Gesellschaftern in Familienunternehmen, in: EQUA-Stiftung (Hg.): *Gesellschafterkompetenz. Die Verantwortung der Eigentümer von Familienunternehmen*, Unternehmer Medien GmbH, Bonn, S. 25–33.
- Wimmer, R. / Domayer, E. / Oswald, M. / Vater, G. (2005): *Familienunternehmen – Auslaufmodell oder Erfolgstyp?*, 2. Aufl., Gabler, Wiesbaden.
- Wimmer, R. / Groth, T. / Simon, F.B. (2004): *Erfolgsmuster von Mehrgenerationen-Familienunternehmen*, Universität Witten/Herdecke, Wirtschaftsfakultät (Lehrstuhl für Führung und Organisation), Witten.

- Wimmer, R. / Kolbeck, C. / Rösen, T. / Bauer, T. (2009): Familienunternehmen und die aktuelle Weltwirtschaftskrise – Eine empirische Bestandsaufnahme, Stiftung Familienunternehmen, München.
- Witte, H.O. (1966): Schuldscheindarlehen, in: Möhring, P. / Rittershausen, H. (Hg.): Taschenbücher für Geld, Bank und Börse, Fritz Knapp, Frankfurt am Main.
- Wöhe, G. / Bilstein, J. / Ernst, D. / Häcker, J. (2011): Grundzüge der Unternehmensfinanzierung, 10. Aufl., Vahlen, München.
- Wrona, T. (2005): Die Fallstudienanalyse als wissenschaftliche Forschungsmethode, ESCP-EAP, ESCP-EAP Working Paper Nr. 10, Berlin.
- Yin, R.K. (2014): Case Study Research, 5. Aufl., Sage Publications, Thousand Oaks.
- Zahra, S.A. (2005): Entrepreneurial Risk Taking in Family Firms, in: Family Business Review, 18 (1), S. 23–40.
- Zahra, S.A. / Hayton, J.C. / Neubaum, D.O. / Dibrell, C. / Craig, J. (2008): Culture of Family Commitment and Strategic Flexibility: The Moderating Effect of Stewardship, in: Entrepreneurship Theory and Practice, 32 (6), S. 1035–1054.
- Zantow, R. / Dinauer, J. (2011): Finanzwirtschaft des Unternehmens, 3. Aufl., Pearson Studium, München.
- Zaugg, R.J. (2005): Fallstudien als Forschungsdesign der Betriebswirtschaftslehre – Anleitung zur Erarbeitung von Fallstudien, WHL – Wissenschaftliche Hochschule Lahr, Lahr.
- Zellweger, T.M. (2006): Risk, Return and Value in the Family Firm, Universität St. Gallen (HSG), St. Gallen.
- Zender, C. (2009): Corporate Schuldschein – Hintergründe des wachsenden Marktes – LBBW Kapitalmarktforum 2009, Landesbank Baden-Württemberg, Heidelberg.
- Zinnecker, S. (2014): Die große Pleitewelle rollt heran, abgerufen von <http://www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-maerkte/anleihen/mittelstand-und-seine-anleihen-die-grosse-pleitewelle-rollt-heran/10815990.html> am 17. 11. 2014.
- Zuliefer GmbH (2014): Unternehmensfilm über die Zuliefer GmbH.
- Zuliefer GmbH, CFO (14.04.2014): Interview mit dem CFO der Zuliefer GmbH.