

Private Equity im Firmenkundengeschäft regionaler Kreditinstitute

Eine geschäftspolitische Analyse

Dissertation
zur Erlangung der Würde eines
Doktors der Staatswissenschaften

vorgelegt der
Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät
der Universität Basel

von
Thomas Bredeck
aus Münster (in Westfalen)/Deutschland

Basel, 2002

Genehmigt von der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät
der Universität Basel auf Antrag von

Prof. Dr. Dr. h.c. Henner Schierenbeck
Ass.-Prof. Dr. Claudia B. Wöhle

Basel, den 20. Juni 2002

Dekan
Prof. Dr. Peter Kugler

Geleitwort

Die Finanzierungsform Private Equity gewinnt in Deutschland zunehmend an Bedeutung. In den vergangenen Jahren war ein geradezu exponentieller Anstieg des Finanzierungsvolumens festzustellen. Dabei sind es vornehmlich mittelständische Unternehmen, die die Beteiligungsfinanzierung als Ergänzung oder aber auch als Alternative zur klassischen Kreditfinanzierung in Anspruch nehmen. Angesichts einer zunehmenden Erosion der kreditbasierten Hausbankfunktion und der vielfach nur unzureichenden Wertbeiträge aus dem klassischen Kreditgeschäft stellt sich speziell für die auf den Mittelstand fokussierten regionalen Kreditinstitute die Frage, ob es für sie sinnvoll ist, Private Equity in das eigene Leistungsangebot aufzunehmen.

Vor diesem Hintergrund verfolgt der Verfasser mit der vorliegenden geschäftspolitischen Analyse die Zielsetzung, Private Equity als einen möglichen Baustein zur Repositionierung im Firmenkundengeschäft regionaler Kreditinstitute kritisch zu würdigen und Ansatzpunkte für die strategische Einbindung, den organisatorischen Aufbau und die Steuerung eines entsprechenden Geschäftsfeldes aufzuzeigen.

Der Zielsetzung folgend arbeitet der Autor im ersten Hauptteil zunächst den Repositionierungsbedarf im Firmenkundengeschäft regionaler Kreditinstitute grundlegend heraus. Die auf empirischen Daten beruhenden Analysen legen die zahlreichen Ursachen für die häufig nicht risikoadjustierten Wertbeiträge im klassischen Firmenkundenkreditgeschäft offen. Als eine zentrale Erkenntnis der Situationsanalyse wird festgestellt, dass die Modifikation des Leistungsangebots – hin zu Mehrwertprodukten und ganzheitlichen Problemlösungen – ein Weg ist, um den Commodity-Charakter des Firmenkundengeschäfts zu verringern und neue Preisspielräume zu erschließen.

Der zweite Hauptteil widmet sich den Möglichkeiten zur Ergänzung des Leistungsangebots durch die Finanzierungsform Private Equity. Neben einer Systematisierung der grundsätzlichen Gestaltungsmöglichkeiten der Private-Equity-Finanzierung zeigt der Verfasser die wesentlichen Rahmenbedingungen für ein Geschäftsfeld Private Equity auf. So werden die Implikationen des Kapitalersatzrechts und die Besonderheiten der Gesellschaftsform „Unternehmensbeteiligungsgesellschaft“ – speziell aus dem Blickwinkel regionaler Kreditinstitute – analysiert. Ferner wird dargestellt, in welcher Weise die Vorschriften des KWG den Handlungsrahmen regionaler Kreditinstitute hinsichtlich eines Geschäftsfeldes Private Equity determinieren. Abgerundet wird die Explikation der Gestaltungsmöglichkeiten durch eine Kurzdarstellung der wichtigsten öffentlichen Förderprogramme sowie eine detaillierte Analyse des deutschen Private-Equity-Marktes.

Aufbauend auf den gewonnen Erkenntnissen wird im dritten Hauptteil untersucht, wie regionale Kreditinstitute die Potenziale und Grenzen eines Geschäftsfeldes Private Equity beurteilen und wie die strategische und organisatorische Implementierung sinnvoll auszugestalten ist. Mit Hilfe einer empirischen Analyse gelingt es, den aktuellen und künftigen Stellenwert von Private Equity für das Firmenkundengeschäft der regionalen Kreditinstitute zu eruieren und die Präferenzen hinsichtlich der verschiedenen Organisationsalternativen offen zulegen. Die umfangreichen Analyseergebnisse ermöglichen es dem Verfasser, unmittelbar verwertbare Anregungen und Entscheidungshilfen für den Aufbau eines Geschäftsfeldes Private Equity zu geben, die den Spezifika der verschiedenen Banksektoren und Größenklassen Rechnung tragen. Die abschließenden Betrachtungen zur Steuerung des Geschäftsfeldes verdeutlichen, dass das Konzept der Ertragsorientierten Banksteuerung ohne wesentliche Einschränkungen auf das Geschäftsfeld Private Equity zu übertragen ist.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die vorliegende thematisch hoch aktuelle Arbeit den wissenschaftlichen Erkenntnisstand auf dem Gebiet Private-Equity-Finanzierung deutlich vorantreibt. Durch den realitätsnahen und in sich geschlossenen Untersuchungsansatz sowie durch die umfangreichen empirischen Analysen schafft der Verfasser nicht nur einen theoretischen, sondern einen unmittelbaren praktischen Anwendungsnutzen. Vor diesem Hintergrund ist der Arbeit eine weite Verbreitung und eine intensive Diskussion im wissenschaftlichen Schrifttum ebenso wie in der Praxis von Banken und Private-Equity-Gesellschaften zu wünschen.

Basel, im August 2002

Henner Schierenbeck

Vorwort

Das Entstehen der vorliegenden Schrift wurde von vielen Diskussionen und Anregungen begleitet. Meinem verehrten akademischen Lehrer Herrn Professor Dr. Dr. h.c. Henner Schierenbeck gilt hierbei mein besonderer Dank. Er hat mich in konstruktiver und freundlicher Weise bei dieser Arbeit betreut, ohne meine gestalterischen Freiräume einzuengen. Frau Ass.-Professor Dr. Claudia B. Wöhle danke ich herzlich für die Übernahme des Koreferats sowie für die zahlreichen Hilfeleistungen bei den organisatorischen Aspekten der externen Promotion.

Die Arbeit ist im Rahmen meiner beruflichen Tätigkeit als Unternehmensberater beim zeb/rolfes.schierenbeck.associates entstanden. Meinen Kolleginnen und Kollegen möchte ich für die freundschaftliche Atmosphäre und die jederzeitige Diskussionsbereitschaft danken. Stellvertretend für die vielen wertvollen Gesprächspartner seien Herr Dr. Jörg Münstermann sowie Herr Dipl.-Kfm. Stefan Schweizer genannt. Auch die Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter des Lehrstuhls für Bankmanagement und Controlling am WWZ der Universität Basel sowie Herrn Dr. Ulrich Koch vom European Center for Financial Services in Duisburg möchte ich in diesem Zusammenhang erwähnen. Für die hervorragende Unterstützung im Rahmen des Researchs bedanke ich mich ausdrücklich bei Herrn Dipl.-Kfm. Oliver Rosenthal und seinem hilfsbereiten Team. Für die logistische Hilfe bei der umfangreichen empirischen Erhebung schulde ich Frau Dipl.-Volksw. Kirstin Braun und dem Backoffice-Team meinen herzlichen Dank. Frau Dipl.-Kffr. Silke Rahe und Frau Studienrätin Stefanie Wunram sei für die umsichtigen Korrekturen und redaktionellen Überarbeitungen des Manuskriptes herzlich gedankt.

Meinem Freundeskreis danke ich für den moralischen Beistand und den zwingend erforderlichen Ausgleich in der mitunter kontaktarmen Promotionsphase. Hervorheben möchte ich dabei Herrn Dr. Bernd Hartmann, der mir als Freund und als Mann der Praxis stets ein adäquater Gesprächspartner war und damit erheblich zum Gelingen der Arbeit beigetragen hat.

Die exzellenten Rahmenbedingungen für meinen gesamten bisherigen Werdegang haben meine Eltern geschaffen, wofür ich ihnen außerordentlich dankbar bin. Meinem Vater, der diesen Abschnitt meiner akademischen Laufbahn leider nicht mehr miterlebt, sei diese Arbeit gewidmet.

Abschließend möchte ich mich bei meiner lieben Frau Dorothea besonders herzlich bedanken, die mir nicht nur während der Erstellung der Arbeit den nötigen Rückhalt bot. Durch ihr Verständnis, ihren steten Zuspruch und durch ihr aktives Mitwirken bei der technischen Umsetzung hat sie trotz eigener beruflicher Inanspruchnahme ganz wesentlich zum Erfolg der Arbeit beigetragen.

Münster, im August 2002

Thomas Bredeck

Inhaltsübersicht

Einführung	1
Erster Teil: Repositionierung im Firmenkundengeschäft regionaler Kreditinstitute	5
A. Status quo im klassischen Firmenkundengeschäft regionaler Kreditinstitute	5
B. Veränderungsdynamik im Firmenkundengeschäft	29
C. Private Equity als strategische Option	46
Zweiter Teil: Gestaltungsmöglichkeiten und Entwicklungsstand von Private Equity	63
A. Ausgestaltungsformen der Private-Equity-Finanzierung	63
B. Rahmenbedingungen für das Private-Equity-Geschäft	94
C. Analyse des deutschen Private-Equity-Marktes	125
Dritter Teil: Aufbau und Steuerung eines strategischen Geschäftsfeldes Private Equity	157
A. Empirische Analyse des Stellenwerts von Private Equity aus der Perspektive regionaler Kreditinstitute	157
B. Entscheidungsfelder im Rahmen des Geschäftsfeldaufbaus	180
C. Integration der Geschäftsfeldsteuerung in das Ertragsorientierte Bank-Controlling	221
Zusammenfassung	237
	VII

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsübersicht	VII
Inhaltsverzeichnis	IX
Abbildungsverzeichnis	XVII
Tabellenverzeichnis	XXIII
Abkürzungs- und Symbolverzeichnis	XXV
Einführung	1
Erster Teil: Repositionierung im Firmenkundengeschäft regionaler Kreditinstitute	5
A. Status quo im klassischen Firmenkundengeschäft regionaler Kreditinstitute	5
I. Das klassische Firmenkundengeschäft als Geschäftsfeld regionaler Kreditinstitute	5
1. Zum Begriff der regionalen Kreditinstitute	5
2. Abgrenzung des klassischen Firmenkundengeschäfts	7
II. Marktstrukturen im klassischen Firmenkundengeschäft	12
1. Nachfrageseitige Marktstrukturen und Stellenwert des Mittelstands	12
2. Anbieterseitige Wettbewerbsstrukturen	14
III. Wertbeiträge des Kreditgeschäfts	16
1. Herleitung von Gesamtbank-Renditezielen	16
a) Grundlegende Benchmarking-Alternativen	16
b) Ableitung der Gesamtbank-Renditeziele aus dem CAPM	17
c) Validierung der Gesamtbank-Renditeziele anhand von Best-Practice-Standards	20
2. Budgetierung der Ergebnisansprüche	21
a) Kalkulationssystematik im Kreditgeschäft	21
b) Standard-Betriebskosten	22
	IX

c) Standard-Risikokosten und risikoadjustierte Eigenkapitalkosten	23
3. Empirischer Befund	25
B. Veränderungsdynamik im Firmenkundengeschäft	29
I. Veränderungen der Rahmenbedingungen	29
1. Die Megatrends des Strukturwandels	29
2. Deregulierung und Liberalisierung	31
3. Die neue Basler Eigenkapitalvereinbarung (Basel II)	31
II. Nachfrageinduzierte Veränderungen	34
1. Unternehmensinsolvenzen	34
2. Finanzierungsstrukturen	36
3. Nachfrageverhalten	39
III. Angebotsinduzierte Veränderungen	41
1. Shareholder-Value-Orientierung	41
2. Konzentration und neue Anbieter	43
3. Leistungsspektrum	45
C. Private Equity als strategische Option	46
I. Grundüberlegungen zur Rentabilisierung des Firmenkundengeschäfts	46
1. Exit-Strategie vs. Repositionierung	46
2. Ansatzpunkte zur Repositionierung	47
II. Begriffsbestimmung „Private Equity“	49
1. Zum Verhältnis von „Private Equity“ und „Venture Capital“	49
2. Konstitutive Elemente der Finanzierungsform Private Equity	51
3. Typische Charakteristika der Finanzierungsform Private Equity	52
III. Abgrenzung und Funktionen der Private-Equity-Instrumente	54
1. Eigenkapital	54
2. Fremdkapital	56
3. Mezzanine Capital	57

Zweiter Teil: Gestaltungsmöglichkeiten und Entwicklungsstand von Private Equity	63
A. Ausgestaltungsformen der Private-Equity-Finanzierung	63
I. Segmentierung des Private-Equity-Marktes nach der Kapitalherkunft	63
1. Informelles Private Equity	63
2. Formelles Private Equity	65
a) Differenzierung nach der Trägerschaft der Private-Equity- Gesellschaft	66
b) Differenzierung nach dem Geschäftszweck der Private-Equity- Gesellschaft	68
3. Staatliches Private Equity	69
a) Zielsetzung	69
b) Herkunft	69
c) Instrumente und Bereitstellungsarten	71
II. Segmentierung des Private-Equity-Marktes nach Finanzierungsanlässen	73
1. Das Unternehmenslebensphasenmodell als Bezugsbasis	73
2. Gründungsphase (Early Stage)	75
3. Expansionsphase (Medium Stage)	77
4. Reifephase (Late Stage)	79
III. Organisatorische Ausgestaltungsformen	82
1. Der Private-Equity-Wertschöpfungsprozess	82
a) Pre-Investment-Phase	83
b) Investment-Phase	85
c) Exit-Phase	86
2. Strukturelle Gestaltung	88
a) Grundlegende Gestaltungsoptionen	88
b) Monoistische Gesellschaftsformen	91
c) Dualistische Gesellschaftsformen	92

B. Rahmenbedingungen für das Private-Equity-Geschäft	94
I. Private-Equity-spezifische Rechtsvorschriften	95
1. Problematik eigenkapitalersetzender Gesellschafterdarlehen	95
2. Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG)	99
a) Zielsetzung und Entwicklungsgeschichte des UBGG	99
b) Zentrale Vorschriften des UBGG	100
c) Würdigung der Gesellschaftsform UBG	104
3. Besondere Vorschriften für Beteiligungs-Sondervermögen im Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG)	105
II. Beteiligungsrestriktionen gemäß KWG	106
1. Relevanz des KWG für das Private-Equity-Geschäft	106
2. Limitierung des Risikos bedeutender Beteiligungen (§ 12 KWG)	109
3. Limitierung der Großkreditrisiken (§ 13 KWG)	113
III. Überblick über die wichtigsten staatlichen Förderangebote	117
1. Beteiligungskapitalprogramme der tbg	117
a) Beteiligungskapital für kleine Technologieunternehmen (BTU)	117
b) DtA-Technologie-Beteiligungen	118
c) FUTOUR	119
2. Zentrale Darlehensprogramme der DtA	119
a) ERP-Eigenkapitalhilfedarlehen (EKH)	119
b) ERP-Existenzgründungsdarlehen	120
c) DtA-Existenzgründungsdarlehen	121
3. Zentrale Programme der KfW zur Förderung von Beteiligungen	122
a) KfW/BMWi-Technologie-Beteiligungsprogramm (BTU)	122
b) ERP-Innovationsprogramm (Beteiligungsvariante)	123
c) KfW-Beteiligungsfonds (Ost) (BFO)	123
d) ERP-Beteiligungsprogramm	124
e) KfW-Risikokapitalprogramm	125

C.	Analyse des deutschen Private-Equity-Marktes	125
I.	Entwicklung und Status quo	125
1.	Überblick über die historische Marktentwicklung	126
2.	Einordnung des aktuellen Marktgeschehens in den idealtypischen Private-Equity-Zyklus	129
a)	Der idealtypische Private-Equity-Zyklus	129
b)	Boom-Phase von 1997 bis 2000	130
c)	Marktkonsolidierung seit 2001	133
3.	Entwicklungsgrad des deutschen Private-Equity-Marktes im internationalen Vergleich	134
II.	Struktur des deutschen Private-Equity-Marktes	137
1.	Mittelherkunft	137
a)	Kapitalgeber	137
b)	Private-Equity-Gesellschaften	139
c)	Private-Equity-Fonds	141
2.	Mittelverwendung	142
a)	Branchen und Finanzierungsphasen	142
b)	Größenklassen	144
c)	Private-Equity-Instrumente	146
d)	Geografische Verteilung	147
3.	Mittelfreisetzung	148
III.	Rentabilität von Private-Equity-Investments	150
1.	Internal Rate of Return als Rentabilitätskennzahl	150
2.	Empirischer Befund	153
Dritter Teil: Aufbau und Steuerung eines strategischen Geschäftsfeldes Private Equity		157
A.	Empirische Analyse des Stellenwerts von Private Equity aus der Perspektive regionaler Kreditinstitute	157
I.	Konzeption der empirischen Analyse	157

1. Untersuchungsziele	157
2. Erhebungsdesign	158
3. Deskription der Datenbasis	159
II. Status quo von Private Equity im Leistungsangebot regionaler Kreditinstitute	160
1. Eigenständige Private-Equity-Aktivitäten regionaler Kreditinstitute	160
a) Überblick über die Beteiligungsinvestments	160
b) Organisationsformen	162
c) Beurteilung der eigenen Private-Equity-Aktivitäten	163
2. Vermittlung von Beteiligungsfinanzierungen an Zentralbanken und deren Tochtergesellschaften	164
a) Inanspruchnahme des Verbundangebots	164
b) Beurteilung des Verbundangebots	165
III. Möglichkeiten und Grenzen für ein Geschäftsfeld Private Equity	166
1. Beurteilung der Rahmenbedingungen	166
a) Veränderungen im klassischen Firmenkundengeschäft	166
b) Entwicklungsdeterminanten des Private-Equity-Marktes	167
c) Staatliche Förderangebote	168
2. Beurteilung der Marktchancen regionaler Kreditinstitute	170
a) Differenzierung nach Finanzierungsanlässen	170
b) Differenzierung nach Branchen	171
c) Differenzierung nach Portfoliostrategien	172
3. Zentrale Problemfelder	172
IV. Zukunftsszenarien	174
1. Geplante Aktivitäten für die nächsten fünf Jahre	174
2. Organisatorische Gestaltungspräferenzen	176
a) Gestaltungspräferenzen der Sparkassen	176
b) Gestaltungspräferenzen der Kreditgenossenschaften	177
c) Gestaltungspräferenzen der Privatbanken	178
3. Prognose der Beteiligungsvolumina für die nächsten fünf Jahre	179

B. Entscheidungsfelder im Rahmen des Geschäftsfeldaufbaus	180
I. Geschäftspolitische Grundüberlegungen	180
1. Hierarchie des Managementprozesses	180
2. Überprüfung der ökonomischen Zielkonformität von Private Equity	181
3. Überprüfung der Zielkonformität von Private Equity zu spezifischen Geschäftsaufträgen	184
a) Geschäftsauftrag der Sparkassen	184
b) Geschäftsauftrag der Kreditgenossenschaften	186
II. Strategiekonzeption	189
1. Konzept komparativer Konkurrenzvorteile	189
2. Abgrenzung des relevanten Marktes	192
3. Vertiefende Analyse der Kundenbedürfnisse	194
a) Kontaktwege	195
b) Auswahlkriterien	196
c) Beanspruchte Unterstützungsleistungen	198
4. Konkretisierung der Wettbewerbsstrategie	199
a) Leistungsbezogene KKV-Potenziale	200
b) Preisbezogene KKV-Potenziale	203
c) Zusammenführende Strategieüberlegungen	204
III. Strategiekonforme Geschäftsfeldorganisation	206
1. Anforderungen an die organisatorische Implementierung	206
2. Implikationen des Geschäftsvolumens	209
a) Bestimmung des erforderlichen Deal Flow	209
b) Bestimmung der ressourcenadjustierten Mindestgröße	210
c) Bestimmung der risikoadjustierten Mindestgröße	212
3. Vorschläge zur organisatorischen Implementierung	215
a) Integrierte UBG	215
b) Offene UBG in Kooperation mit anderen Marktteilnehmern	217
c) Externe dualistische Private-Equity-Gesellschaft mit regionalem Fonds	218

d) Vermittlungsgeschäft	220
C. Integration der Geschäftsfeldsteuerung in das Ertragsorientierte Bank-Controlling	221
I. Das Marktziinsmodell der Investitionsrechnung als Grundpfeiler für das Controlling des Geschäftsfeldes Private Equity	221
1. Kritische Würdigung der Rentabilitätskennziffer Internal Rate of Return	221
2. Rentabilitätscontrolling mit dem Marktziinsmodell der Investitionsrechnung	224
a) Konstruktionsprinzipien des Marktziinsmodells der Investitionsrechnung	224
b) Dekomposition der IRR mit Hilfe des Marktziinsmodells der Investitionsrechnung	225
3. Integration des Marktziinsmodells der Investitionsrechnung in das Bank-Controlling	227
II. Verknüpfung von zentraler Struktursteuerung und dezentraler Steuerung des Geschäftsfeldes Private Equity im Dualen Steuerungsmodell	229
1. Das Geschäftsfeld Private Equity im Dualen Steuerungsmodell	229
2. Integrationsinstrumente	232
3. Eignung des Dualen Steuerungsmodells	234
Zusammenfassung	237
Literaturverzeichnis	247
Anhang	271
Curriculum vitae	277

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Einordnung des klassischen Firmenkundengeschäfts in die grundlegende Banktypensystematik	8
Abbildung 2:	Ermittlung des Renditeanspruchs deutscher Banken nach CAPM	19
Abbildung 3:	RoE nach Steuern im internationalen Marktvergleich (Stand: 2000)	20
Abbildung 4:	Kalkulationssystematik im Kreditgeschäft	21
Abbildung 5:	Kreditprozesskosten einer europäischen Bank	22
Abbildung 6:	Wahrscheinlichkeitsverteilung potenzieller Kreditverluste eines für Primärgenossenschaften repräsentativen Kreditportfolios	24
Abbildung 7:	Durchschnittliche Bruttozinsspanne aller Banken in Deutschland	26
Abbildung 8:	Teilbetriebsergebnis und Risikokosten der Bankensektoren (Stand: 2000)	27
Abbildung 9:	Exemplarische Berechnung der Wertbeiträge aus dem Kreditgeschäft regionaler Kreditinstitute	28
Abbildung 10:	Durchschnittliche Wertmarge der 77 größten deutschen Sparkassen im Zeitvergleich	29
Abbildung 11:	Zu erwartende Entwicklung des Kundenkreditzinses im Zuge von Basel II	33
Abbildung 12:	Insolvenzentwicklung von Unternehmen einschließlich freier Berufe	35
Abbildung 13:	Eigenkapitalquote ausgewählter Industrienationen im Zeitvergleich	37
Abbildung 14:	Eigenkapitalquote im Sektor „Produzierendes Gewerbe, Handel und Verkehr“ differenziert nach Umsatzgrößenklassen (Stand: 1998)	38
Abbildung 15:	Berechnung des Unternehmenswertes im Shareholder-Value-Konzept	42
Abbildung 16:	Anzahl der Kreditinstitute in Deutschland im Zeitvergleich	44
Abbildung 17:	Neuausrichtung des Leistungsangebots im Firmenkundengeschäft	48
Abbildung 18:	Traditionelle Abgrenzung von Private Equity und Venture Capital	50
Abbildung 19:	Funktionen des Eigenkapitals	55
Abbildung 20:	Die Kapitalpyramide	60
Abbildung 21:	Informelles Private Equity	64

Abbildung 22: Segmentierung der Private-Equity-Gesellschaften nach dem Geschäftszweck	68
Abbildung 23: Ko-Investorenmodell am Beispiel der tbG	72
Abbildung 24: Refinanzierungsmodell am Beispiel der KfW	73
Abbildung 25: Die Unternehmensfinanzierung im idealtypischen Lebensphasenmodell	74
Abbildung 26: Der Private-Equity-Wertschöpfungsprozess	82
Abbildung 27: Überlebensquote von Private-Equity-Anfragen im Prüfungs- und Verhandlungsprozess	84
Abbildung 28: Rentabilitätswirkung des Exit-Timings	88
Abbildung 29: Grundformen der Private-Equity-Finanzierung	89
Abbildung 30: Monoistische Gesellschaftsform	92
Abbildung 31: Dualistische Gesellschaftsform am Beispiel einer Private-Equity-Gesellschaft in der Rechtsform der GmbH & Co. KG	93
Abbildung 32: Relevanz des Kleinbeteiligtenprivilegs gemäß § 32a Abs. 3 GmbHG für das Private-Equity-Geschäft der Kreditinstitute	97
Abbildung 33: Grundlegende organisatorische Varianten der Private-Equity-Finanzierung durch Kreditinstitute	107
Abbildung 34: Konstruktion und Wirkungsweise des § 12 KWG	110
Abbildung 35: Aufbau der §§ 13, 13a und 13b KWG	113
Abbildung 36: Entwicklung des Private-Equity-Fondsvolumen in Deutschland in der vergangenen Dekade (BVK-Mitglieder)	129
Abbildung 37: Zyklus des Private-Equity-Marktes	130
Abbildung 38: Entwicklung des NASDAQ-Composite-Index und des deutschen Private-Equity-Fondsvolumens von 1995 bis 2000	132
Abbildung 39: Aufteilung des europäischen Private-Equity-Marktes im Jahr 2000 in Prozent des Gesamtportfoliovolumens	135
Abbildung 40: Das Verhältnis von Private-Equity-Investitionen zum Bruttoinlandsprodukt in ausgewählten Nationen (Basisjahre: 2000/1999)	136
Abbildung 41: New Funds raised im Jahr 2000 – Fondsmittel nach Kapitalgebern (BVK-Mitglieder)	138
Abbildung 42: Trägerschaft der Private-Equity-Fonds im Jahr 2000 gemessen an den Bruttoinvestitionen (BVK-Mitglieder)	141

Abbildung 43: Bruttoinvestitionen nach Branchen im Jahr 2000 (BVK-Mitglieder)	143
Abbildung 44: Bruttoinvestitionen nach Finanzierungsphasen im Jahr 2000 (BVK-Mitglieder)	144
Abbildung 45: Anzahl Portfoliounternehmen und durchschnittliches Beteiligungsvolumen pro Portfoliounternehmen (BVK-Mitglieder)	145
Abbildung 46: Größe der Portfoliounternehmen (BVK-Mitglieder)	146
Abbildung 47: Geografische Verteilung des Gesamtportfolios im Jahr 2000 (BVK-Mitglieder)	148
Abbildung 48: Volumenanteile der Exit-Kanäle in 2000 und 2001 (BVK-Mitglieder)	149
Abbildung 49: Börsengänge in Deutschland von 1992 bis 2001	150
Abbildung 50: Ebenen der Internal Rate of Return	151
Abbildung 51: Anteil der Institute mit Private-Equity-Investments	161
Abbildung 52: Durchschnittliche Anzahl Portfoliounternehmen pro Kreditinstitut (nur „aktive“ Institute)	161
Abbildung 53: Formen der Beteiligungsfinanzierung im Sparkassensektor	162
Abbildung 54: Formen der Beteiligungsfinanzierung im Kreditgenossenschaftssektor	163
Abbildung 55: Beurteilung der eigenen Aktivitäten im Private-Equity-Markt	163
Abbildung 56: Private-Equity-Finanzierung durch die Zentralbank – Durchschnittliche Anfragen und Zusagen pro anfragendem Primärinstitut	164
Abbildung 57: Beurteilung des Finanzierungsangebots der Zentralbanken bzw. deren Tochtergesellschaften	165
Abbildung 58: Einschätzung der Veränderungen im Firmenkundengeschäft	166
Abbildung 59: Einschätzung der Entwicklungsdeterminanten für den Private-Equity-Markt	168
Abbildung 60: Beurteilung der staatlichen Förderprogramme	169
Abbildung 61: Beurteilung der Marktchancen differenziert nach Finanzierungsanlässen	170
Abbildung 62: Beurteilung der Marktchancen differenziert nach Branchen	171
Abbildung 63: Problemfelder der Beteiligungsfinanzierung aus der Perspektive regionaler Kreditinstitute	173

Abbildung 64: Geplante Private-Equity-Aktivitäten für die nächsten fünf Jahre	175
Abbildung 65: Alternative Organisationsformen des Private-Equity-Geschäfts – Beurteilung seitens der Sparkassen	176
Abbildung 66: Alternative Organisationsformen des Private-Equity-Geschäfts – Beurteilung seitens der Kreditgenossenschaften	177
Abbildung 67: Alternative Organisationsformen des Private-Equity-Geschäfts – Beurteilung seitens der Privatbanken	178
Abbildung 68: Prognose des Private-Equity-Volumens	179
Abbildung 69: Hierarchie des Managementprozesses	181
Abbildung 70: Die Triade des Ertragsorientierten Bankmanagements	182
Abbildung 71: Das Konzept komparativer Konkurrenzvorteile	189
Abbildung 72: Bestimmungsfaktoren eines komparativen Konkurrenzvorteils	192
Abbildung 73: Abgrenzung des relevanten Marktes nach Kundengruppen und Finanzierungsanlässen	193
Abbildung 74: Wege der Kontaktaufnahme mit Private-Equity-Gesellschaften	195
Abbildung 75: Relevante Entscheidungskriterien bei der Auswahl von Private- Equity-Gesellschaften aus der Sicht von Portfoliounternehmen	196
Abbildung 76: Unterstützungsleistungen durch Private-Equity-Gesellschaften	199
Abbildung 77: Kunde-Bank-Verbindung im Relationship-Management-Konzept	207
Abbildung 78: Exemplarische Berechnung des erforderlichen Deal Flow	209
Abbildung 79: Exemplarische Berechnung der ressourcenadjustierten Mindestgröße einer Private-Equity-Gesellschaft regionaler Kreditinstitute	211
Abbildung 80: Risikominderung durch Diversifikation – exemplarische Gegenüberstellung von Private-Equity- und Aktienmarkt	213
Abbildung 81: Exemplarische Berechnung der risikoadjustierten Mindestgröße einer Private-Equity-Gesellschaft regionaler Kreditinstitute	214
Abbildung 82: Organisationsvarianten integrierte und offene UBG	217
Abbildung 83: Organisationsvarianten externe dualistische Private-Equity- Gesellschaft und Vermittlungsgeschäft	219
Abbildung 84: Exemplarische IRR-Dekomposition im Marktzinsmodell der Investitionsrechnung	226
Abbildung 85: Ergebnisspaltung und -verantwortung entsprechend dem Grundkonzept der Marktzinsmethode	228

Abbildung 86: Elemente des Dualen Steuerungsmodells

230

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Verteilung der deutschen Geschäftsbanken nach Bankengruppen und Geschäftsvolumen	6
Tabelle 2:	Abgrenzungskriterien des IfM für kleinere und mittlere Unternehmen	11
Tabelle 3:	Unternehmens- und Umsatzstruktur nach Umsatzgrößenklassen	13
Tabelle 4:	Unternehmens- und Beschäftigtenstruktur nach Beschäftigtengrößenklassen	13
Tabelle 5:	Kundengruppenspezifische Marktanteile der Bankensektoren gemessen am Leistungsvolumen (aktiv + passiv) (Stand: 2001)	15
Tabelle 6:	Abgrenzung von Eigenkapital, Mezzanine Capital und Fremdkapital	58
Tabelle 7:	Segmentierung der Private-Equity-Gesellschaften nach der Trägerschaft	66
Tabelle 8:	Due-Diligence-Arten	85
Tabelle 9:	Wichtige Regelungen für UBG	103
Tabelle 10:	Limitierung bedeutender und dauernder Beteiligungen außerhalb des Finanzsektors gemäß § 12 KWG	112
Tabelle 11:	Exemplarische Berechnung der Limitierung bedeutender Beteiligungen für den Sparkassen- und Kreditgenossenschaftssektor	112
Tabelle 12:	Limitierung des Anlagebuch-Großkreditrisikos gemäß §§ 13 u. 13a KWG	115
Tabelle 13:	Der deutsche Private-Equity-Markt – Drei Dekaden im Vergleich	127
Tabelle 14:	Kennzahlen zu den Private-Equity-Gesellschaften (BVK-Mitglieder)	139
Tabelle 15:	Fondszuwachs im Jahr 2000 differenziert nach Fondsarten (BVK-Mitglieder)	142
Tabelle 16:	Bruttoinvestitionen nach Finanzierungsinstrumenten (BVK-Mitglieder)	147
Tabelle 17:	Pooled Internal Rate of Return europäischer Private-Equity-Gesellschaften differenziert nach Finanzierungsphasen und Betrachtungszeiträumen	154

Tabelle 18:	Cashflowadjustierte pooled Internal Rate of Return differenziert nach Asset-Klassen und Betrachtungszeiträumen	155
Tabelle 19:	Überblick über die Datenbasis	159
Tabelle 20:	Zusammensetzung der Datenbasis nach Sektoren und Größenklassen	160

Abkürzungs- und Symbolverzeichnis

Abbey Nat.	Abbey National
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
ARD	American Research Development corp.
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
ausl.	ausländisch
β	Betafaktor
B.Bl.	Betriebswirtschaftliche Blätter
BAKred	Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen
BAN	Business-Angels-Netzwerke
BFO	Beteiligungsfonds (Ost)
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BI	Bankinformation
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BKV	Bilanzvolumen-/Kreditvolumen-Verhältnis
BMWi	Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie
BTU	Beteiligungskapital für kleine Technologieunternehmen
BVK	Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V.
BVR	Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e. V.
bzw.	beziehungsweise
c. p.	ceteris paribus
C_0	Kapitalwert
ca.	circa
CAPM	Capital Asset Pricing Model

CF_t	Cashflow in der Periode t
Coba	Commerzbank
d. h.	das heißt
DAX [®]	Deutscher Aktienindex (Eingetragenes Warenzeichen der Deutsche Börse AG)
DB	Der Betrieb
DBW	Die Betriebswirtschaft
Diss.	Dissertation
div.	diverse
DM	Deutsche Mark
DPI	Distribution to Paid-In
Dreba	Dresdner Bank
DtA	Deutsche Ausgleichsbank
DZ Bank	Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank
€	Euro
$E(R_i)$	erwartete Rendite des Wertpapiers
$E(R_m)$	erwartete Rendite des Marktportfolios
EASDAQ	European Association of Securities Dealers Automated Quotation
EBO	Employee Buyout
ecfs	european center for financial services
EIB	Europäische Investitionsbank
EIF	Europäischer Investitionsfonds
EK	Eigenkapital
EKE	Eigenkapitalergänzungsprogramm
EKH	Eigenkapitalhilfedarlehen
ERP	European Recovery Program
ESt	Einkommensteuer
EStG	Einkommensteuergesetz

et al.	et alii
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
evca	European Private Equity & Venture Capital Association
evtl.	eventuell
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
f. (ff.)	folgende (fortfolgende)
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FUTOUR	Förderprogramm „Förderung und Unterstützung von technologieorientierten Unternehmensgründungen“
gbb	(ursprünglich) Genossenschaftsbank Berlin
GenG	Gesetz betreffend die Erwerbs- und Wirtschaftsgenossenschaften
Geno.	Genossenschaftsbanken
GewSt	Gewerbsteuer
GewStG	Gewerbsteuergesetz
ggf.	gegebenenfalls
ggü.	gegenüber
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HB	Handelsblatt
HB-Institute	Handelsbuchinstitute
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
HSBC	Hongkong and Shanghai Bank
HVB	HypoVereinsbank

i	Index
i. d. R.	in der Regel
i. e. S.	im engeren Sinne
i. S.	im Sinne
i. w. S.	im weiteren Sinne
IBO	Institutional Buyout
IfM	Institut für Mittelstandsforschung
IPO	Initial Public Offering
IKB	IKB Deutsche Industriebank
IRR	Internal Rate of Return
Jg.	Jahrgang
KAG	Kapitalanlagegesellschaften
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KG	Kommanditgesellschaft
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KI	Kreditinstitut
KKV	komparativer Konkurrenzvorteil
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
KSt	Körperschaftsteuer
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
LBO	Leveraged Buyout
M&A	Merger & Acquisitions
max.	maximal
MBG	Mittelständische Beteiligungsgesellschaft

MBI	Management Buyin
MBO	Management Buyout
MBV	Marktwert-/Buchwertverhältnis
MC	Mezzanine Capital
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
MSCI	Morgan Stanley Capital International
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation
NHB-Institute	Nichthandelsbuchinstitute
Nr.	Nummer
o. Jg.	ohne Jahrgang
o. V.	ohne Verfasser
p. a.	per annum
PE	Private Equity
PEG	Private-Equity-Gesellschaft
PU	Portfoliounternehmen
resp.	respektive
REXP [®]	Deutscher Rentenindex (Performanceindex) (Eingetragenes Warenzeichen der Deutsche Börse AG)
Rf	risikolose Rendite
RVPI	Residual to Paid-in
RoE	Return on Equity
S.	Seite
s. u.	siehe unten
S&P	Standard & Poor`s

SMAX	Small Cap Exchange
sonst.	sonstige
Spk.	Sparkassen
t	Periode/Zeitpunkt
tbg	Technologie-Beteiligungs-Gesellschaft
u.	und
u. a.	unter anderem
u. v. m.	und viele mehr
u. U.	unter Umständen
UBG	Unternehmensbeteiligungsgesellschaft
UBGG	Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften
unsystem.	unsystematisch
US(A)	United States (of America)
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
VaR	Value-at-Risk
VC	Venture Capital
vgl.	vergleiche
Vol.	Volume
vs.	versus
WestKB	Westdeutsche Kapitalbeteiligungsgesellschaft mbH
WFG	Wagnisfinanzierungsgesellschaft mbH
WGZ	Westdeutsche Genossenschaftszentralbank
WP	Wirtschaftsprüfer
WTO	World Trade Organisation
z. B.	zum Beispiel
XXX	

z. T.	zum Teil
z. Zt.	zur Zeit
zeb/	Zentrum für Ertragsorientiertes Bankmanagement Rolfes, Schierenbeck und Partner GmbH
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen

Einführung

Das Firmenkundengeschäft ist traditionell ein bedeutendes Geschäftsfeld für die Mehrheit der regionalen Banken und Sparkassen. In der jüngsten Zeit ist dieses Geschäftsfeld durch erhebliche Umwälzungsprozesse gekennzeichnet. Veränderte, zunehmend heterogene Nachfragebedürfnisse und ein durch neue Marktteilnehmer an Intensität gewinnender Wettbewerb führen speziell im klassischen Kreditgeschäft zu nachhaltig sinkenden Erträgen. Gleichzeitig ist ein Ansteigen des Wertberichtigungsbedarfs feststellbar. Die hohe Insolvenzanfälligkeit der mittelständischen Firmenkunden ist nicht zuletzt auf die im historischen und internationalen Vergleich sehr geringe Eigenkapitaldecke zurückzuführen.

Neben den nachfrage- und angebotsinduzierten Determinanten sind es die veränderten Rahmenbedingungen, die eine Neuausrichtung des Firmenkundengeschäfts erforderlich machen. So wird die Novellierung der Eigenkapitalrichtlinie (Basel II) weitreichende Auswirkungen auf das Firmenkundengeschäft der regionalen Kreditinstitute haben. Das individuelle Rating der Firmenkunden – als Indikator für die wirtschaftlichen Verhältnisse – wird zur Schlüsselgröße für die Vergabe und Bepreisung von Krediten. Speziell kleinen und mittleren Unternehmen mit geringer Eigenkapitalbasis droht eine Kreditverteuerung resp. -verknappung, da ihnen im Vergleich zu Großunternehmen tendenziell höhere Risiken zugerechnet werden. Die Eigenkapitalfinanzierung der Firmenkunden wird vor diesem Hintergrund einen neuen Stellenwert erlangen.

Angesichts der hier nur skizzierten Entwicklungen stellt sich die Frage, ob es für regionale Kreditinstitute sinnvoll ist, ihren Firmenkunden aktiv Beteiligungskapital bzw. die noch zu präzisierende Finanzierungsform Private Equity (PE) anzubieten. Ist ein solches Leistungsangebot dazu geeignet, einerseits die wirtschaftlichen Verhältnisse und damit das Rating der Firmenkunden zu verbessern und andererseits einen Schritt zur Repositionierung des Firmenkundengeschäfts – hin zu kundenindividuellen Mehrwertdienstleistungen – zu vollziehen? Ziel der vorliegenden geschäftspolitischen Analyse ist es, die Beantwortung dieser Fragestellungen inhaltlich zu fundieren und Ansatzpunkte für den Aufbau und die Steuerung eines Geschäftsfeldes PE aufzuzeigen, die den Spezifika regionaler Kreditinstitute explizit Rechnung tragen.

Die Arbeit gliedert sich in drei Hauptteile. Ziel des **ersten Hauptteils** ist es, den Repositionierungsbedarf im Firmenkundengeschäft regionaler Kreditinstitute herauszuarbeiten und PE als eine strategische Option in den Grundzügen vorzustellen.

Zur Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes werden im ersten Schritt die Begriffe „regionale Kreditinstitute“ sowie „klassisches Firmenkundengeschäft“ i. S. einer Arbeitsdefinition abgegrenzt, um sodann den geschäftsfeldbezogenen Status quo im Rah-

men einer Situationsanalyse zu eruieren. Neben der Darstellung der nachfrage- und anbieterseitigen Marktstrukturen bildet die Analyse der Wertbeiträge des Kreditgeschäfts einen Schwerpunkt. Hierzu werden zunächst Gesamtbank-Renditeziele ermittelt, die in die Budgetierung der Ergebnisansprüche für das Firmenkundengeschäft einfließen. Schließlich wird anhand empirischer Daten überprüft, inwieweit die Zielvorgaben durch das Kreditgeschäft erreicht werden.

Ausgehend von der Analyse des Status quo widmet sich das zweite Kapitel der Frage, welche Einflussgrößen für die unbefriedigenden Wertbeiträge ursächlich sind und welche Veränderungen für das Firmenkundengeschäft der Zukunft zu erwarten sind. Die Analyse differenziert dabei zwischen den Rahmenbedingungen des Firmenkundengeschäfts sowie nachfrage- und angebotsinduzierten Determinanten.

Vor dem dargestellten Hintergrund wird im dritten Kapitel die Finanzierungsform PE als ein möglicher Baustein zur Repositionierung in die Betrachtung aufgenommen. Zur Begriffsbestimmung wird im ersten Schritt das Verhältnis der Termini „Private Equity“ und „Venture Capital“ erörtert, um nachfolgend die konstitutiven Elemente und die typischen Charakteristika der Finanzierungsform PE herauszuarbeiten. Zur weiteren Präzisierung des Untersuchungsgegenstandes werden die Instrumente dargestellt, die im Rahmen von PE-Finanzierungen zum Einsatz gelangen.

Gegenstand des **zweiten Hauptteils** ist es, die Gestaltungsoptionen und den Entwicklungsstand von PE darzustellen, mit dem Ziel, den Handlungsrahmen für die regionalen Kreditinstitute zu explizieren.

Das erste Kapitel befasst sich mit den verschiedenen Ausgestaltungsformen von PE. Zunächst wird der PE-Markt hinsichtlich der Kapitalherkunft und der Zielsetzung der Kapitalgeber segmentiert. Hierauf aufbauend werden die mit den Finanzierungsanlässen variierenden Kundenbedürfnisse mit Hilfe des idealtypischen Unternehmenslebensphasenmodells systematisiert. Dabei wird gleichzeitig ein Überblick über die phasenspezifischen Finanzierungsalternativen gegeben und somit das Wettbewerbsumfeld im PE-Markt umrissen. Die verschiedenen Facetten des Leistungsspektrums von Private-Equity-Gesellschaften (PEG) werden anhand des PE-Wertschöpfungsprozesses herausgearbeitet. Der prozessualen Betrachtung folgt schließlich die Systematisierung der strukturellen Gestaltungsmöglichkeiten des PE-Geschäfts.

Die wesentlichen Rahmenbedingungen für das PE-Geschäft (regionaler) Kreditinstitute sind Gegenstand des zweiten Kapitels. Beginnend wird die Problematik eigenkapitalersetzender Gesellschafterdarlehen, die aus den Vorschriften des GmbHG resultieren, dargestellt und hinsichtlich der Implikationen für das PE-Geschäft (regionaler) Kreditinstitute analysiert. Mit dem Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften

(UBGG) sowie dem Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) werden im Anschluss zwei Gesetze vorgestellt und kritisch gewürdigt, die Vorschriften für spezielle Organisationsformen des Beteiligungsgeschäfts beinhalten. Für Kreditinstitute sind darüber hinaus die Vorschriften des KWG in die Betrachtung aufzunehmen. Von besonderer Relevanz für das PE-Geschäft ist die Limitierung des Risikos bedeutender Beteiligungen (§ 12 KWG) und die Limitierung der Großkreditrisiken (§ 13 KWG). Beide Regelungsbereiche werden hinsichtlich ihrer Tragweite für das PE-Geschäft von Kreditinstituten detailliert erörtert.

Das staatliche Förderangebot bildet einen weiteren Bestandteil der Rahmenbedingungen für das PE-Geschäft regionaler Kreditinstitute. Da das Förderangebot durch eine immense Komplexität gekennzeichnet ist, wird ein Überblick über die wichtigsten Förderprogramme sowie über die Partizipationsmöglichkeiten für die regionalen Kreditinstitute gegeben.

Für das Entscheidungsfeld der regionalen Kreditinstitute ist es ferner von Bedeutung, welchen Entwicklungsstand der (deutsche) PE-Markt erreicht hat und welche künftigen Marktentwicklungen auf der Basis der Vergangenheitsdaten und internationaler Vergleiche zu erwarten sind. Diesen Fragestellungen widmet sich das letzte Kapitel des zweiten Hauptteils, indem zunächst die Historie des PE-Marktes skizziert wird, um sodann die aktuelle Marktstruktur sowie die Rentabilität der Finanzierungsform PE im Detail zu analysieren.

Anknüpfend an dem herausgearbeiteten Repositionierungsbedarf und der Vertiefung der Gestaltungsoptionen und des Entwicklungsstandes von PE befasst sich der **dritte Hauptteil** der Arbeit mit dem Aufbau und der Steuerung eines strategischen Geschäftsfeldes PE aus der Perspektive regionaler Kreditinstitute.

Hierzu wird im ersten Kapitel anhand einer eigens durchgeführten empirischen Analyse offengelegt, welchen Stellenwert PE für das Firmenkundengeschäft regionaler Kreditinstitute besitzt, wie die Potenziale und Grenzen für ein Geschäftsfeld PE eingeschätzt werden, welche Gestaltungspräferenzen bestehen und wie die konkreten Planungen für die Zukunft im Hinblick auf ein Geschäftsfeld PE aussehen.

Die Ergebnisse der empirischen Untersuchung bilden zusammen mit den vorangegangenen Analysen das Fundament für die sich im zweiten Kapitel anschließende Verdichtung und Fundierung der Entscheidungsfelder im Rahmen des Geschäftsfeldaufbaus. Ziel der Ausführungen ist es, unmittelbar verwertbare Anregungen und Entscheidungshilfen zu geben, die den Spezifika der regionalen Kreditinstitute Rechnung tragen. Einem strategischen Top-down-Ansatz folgend, wird im ersten Schritt die Zielkonformität des Geschäftsfeldes PE überprüft. Daran anschließend werden Fragestellungen

expliziert, die sich im Rahmen der Strategiekonzeption darstellen. Anhand der intuitiv und im Wege der logischen Deduktion gewonnenen Erkenntnisse und abgestützt durch empirische Untersuchungen wird die Strategie für das Geschäftsfeld PE in wesentlichen Eckpunkten konkretisiert. Als theoretischer Bezugsrahmen dient dabei das Konzept der Ertragsorientierten Banksteuerung (*Schierenbeck*) und hier im Speziellen das Konzept komparativer Konkurrenzvorteile. Abschließend werden strategiekonforme Vorschläge zur organisatorischen Implementierung des strategischen Geschäftsfeldes PE hergeleitet, die den Implikationen des ressourcen- und risikoadjustierten Mindestgeschäftsumfangs sowie den Größenstrukturen und Verbundbeziehungen regionaler Kreditinstitute Rechnung tragen.

Ziel des letzten Kapitels ist es, aufzuzeigen, wie die Integration der Steuerung des Geschäftsfeldes PE in das Ertragsorientierte Bank-Controlling erfolgen kann. Im Anschluss an eine kritische Würdigung der Internal Rate of Return (IRR) – dem vorherrschenden Rentabilitätsmaß der PE-Branche – wird das Marktzinsmodell der Investitionsrechnung vorgestellt (*Rolfes*). Hierdurch wird der Informationsgehalt der IRR verbessert und gleichzeitig die Integration der PE-Ergebnisrechnung in das im Bank-Controlling dominierende Kalkulationskonzept der Marktzinsmethode ermöglicht. Abschließend wird die Verknüpfung der dezentralen Steuerung des Geschäftsfeldes PE und der zentralen Struktursteuerung des regionalen Kreditinstituts diskutiert. Die Eignung des hierfür verwendeten Dualen Steuerungsmodells wird im Hinblick auf die erarbeiteten Organisationsvorschläge für das PE-Geschäft gewürdigt.

Erster Teil: **Repositionierung im Firmenkundengeschäft regionaler Kreditinstitute**

A. **Status quo im klassischen Firmenkundengeschäft regionaler Kreditinstitute**

I. **Das klassische Firmenkundengeschäft als Geschäftsfeld regionaler Kreditinstitute**

1. **Zum Begriff der regionalen Kreditinstitute**

Für den Untersuchungsgegenstand „regionale Kreditinstitute“ existiert keine allgemeingültige Definition, so dass in einem ersten Schritt zu klären ist, welche Kreditinstitute dieser Rubrik nachfolgend zugeordnet werden.

In Abgrenzung zu dem von der Deutschen Bundesbank verwendeten Terminus der „Regionalbanken“, der als Bezeichnung für einen ebenfalls noch vorzustellenden Bankensektor dient, wird der Begriff regionale Kreditinstitute im Rahmen der geschäftspolitischen Analyse weniger eng interpretiert. Unter dem Begriff regionale Kreditinstitute werden sämtliche Banken und Sparkassen subsumiert, die durch ein **regional begrenztes Geschäftsgebiet** gekennzeichnet sind. Die Arbeit konzentriert sich darüber hinaus auf solche Kreditinstitute, bei denen das **Firmenkundengeschäft einen bedeutenden Stellenwert** einnimmt und die i. d. R. die **Hausbankfunktion**¹ für ihre mittelständischen Firmenkunden wahrnehmen.

Um zu konkretisieren, welche Kreditinstitute unter die gewählte Arbeitsdefinition fallen, wird in Tabelle 1 zunächst ein Überblick über das deutsche Geschäftsbankensystem gegeben – differenziert nach Bankengruppen und Größenklassen.²

Auf oberster Ebene wird zwischen Universal- und Spezialbanken unterschieden.³ Während Universalbanken dadurch gekennzeichnet sind, dass sie eine Vielzahl bzw. alle der in § 1 KWG genannten Bankgeschäfte betreiben, ist der Geschäftsgegenstand der Spezialbanken – zum Teil durch gesonderte Rechtsvorschriften⁴ – auf einzelne Geschäftsarten bzw. Vertriebswege begrenzt. Zu den Spezialbanken zählen die Realkreditinstitute

¹ Für den Begriff der Hausbank gibt es ebenfalls keine allgemeingültige Definition. Dem allgemeinen Verständnis folgend handelt es sich hierbei um eine Universalbank, die den größten Teil der Bankgeschäfte für ein Unternehmen besorgt. Neben der Dominanz als Hauptbankverbindung sind Langfristigkeit und partnerschaftliche Ausrichtung der Geschäftsbeziehung für das Hausbankprinzip kennzeichnend (vgl. Doberanzke, V. (1993), S. 20 ff.).

² Die Bankengruppensystematik entspricht der Untergliederung gemäß der Deutschen Bundesbank.

³ Zu den einzelnen Bankentypen siehe ausführlich Schierenbeck, H./Hölscher, R. (1998), S. 28 ff.

⁴ Beispiele hierfür sind das Hypothekendarlehenbankgesetz und das Bauspargesetz.

(Hypothekenbanken), Bausparkassen, Kreditinstitute mit Sonderaufgaben sowie sonstige Spezialkreditinstitute. Obgleich auch Spezialbanken regionale Charakteristika aufweisen können, werden sie im Weiteren von der Betrachtung ausgeschlossen, da sie im Regelfall nicht dem Hausbankprinzip entsprechen und zudem oftmals nur eingeschränkte Möglichkeiten besitzen, ihre Geschäftstätigkeit auf neue Geschäftsfelder auszuweiten.

Bankengruppe Größenklasse*	Universalbanken							Spezialbanken**	Insgesamt
	Kreditbanken			Sparkassenorganisation		Genossenschaftsbanksektor			
	Großbanken	Regionalbanken u. sonst. Kreditbanken	Zweigstellen ausl. Banken	Landesbanken	Sparkassen	Zentralbanken	Kreditgenossenschaften		
unter 50	-	19	13	-	-	-	284	-	316
50 bis unter 250	-	58	26	-	37	-	927	2	1.050
250 bis unter 500	-	31	14	-	69	-	346	1	461
500 bis unter 1.000	-	24	15	-	156	-	151	11	357
1.000 bis unter 5.000	-	42	16	-	266	-	79	19	422
über 5.000	4	26	6	13	34	4	5	42	134
Insgesamt	4	200	90	13	562	4	1792	75	2.740

* Größenklasse nach Geschäftsvolumen in Mio. Euro
 ** Die Position Spezialbanken umfasst: Realkreditinstitute, Bausparkassen, Kreditinstitute mit Sonderaufgaben und sonstige Spezialbanken

Tabelle 1: Verteilung der deutschen Geschäftsbanken nach Bankengruppen und Geschäftsvolumen¹

Die Landesbanken in der Sparkassenorganisation sowie die Zentralbanken des Genossenschaftssektors entsprechen ebenfalls nicht der Arbeitsdefinition, da ihr Hauptfokus auf die Primärinstitutsebene und nicht auf die Hausbankfunktion gerichtet ist.² Sie werden jedoch immer dann Gegenstand der Betrachtung sein, wenn Kooperationsmöglichkeiten mit der Primärinstitutsebene diskutiert werden.

¹ Vgl. Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2002c), S. 105. Die Daten entsprechen dem Stand: Ende 2001.

² Vgl. Monßen, H.-G. (1996), S. 6-9; Heinke, E. (1998), S. 6 ff.; Kirchhoff, U. (2001), S. 461-463.

Auch im Sektor der Kreditbanken ist eine differenzierte Betrachtung erforderlich. Überregional ausgerichtet und damit nicht primär für die Untersuchung relevant sind die vier Großbanken.

Für die Gruppe „Regionalbanken“ und „sonstige Kreditbanken“ ist eine Klassifizierung dagegen schwieriger. Privatbankiers – als Untergruppe der Regionalbanken – entsprechen am ehesten den genannten Kriterien.¹ Für die übrigen Banken ist die Entscheidung, ob sie im Sinne der Arbeitsdefinition als „regional“ oder „überregional“ zu klassifizieren sind, nur individuell zu treffen.

Die Zweigstellen ausländischer Banken – als dritte Gruppe der Kreditbanken – können grundsätzlich zwar alle Bankgeschäfte betreiben, sie befassen sich jedoch maßgeblich mit der bankmäßigen Abwicklung von Export- und Importgeschäften sowie der Betreuung von Tochtergesellschaften ausländischer Unternehmen und entsprechen daher nicht der Arbeitsdefinition regionaler Kreditinstitute.²

Somit konzentriert sich die Untersuchung im Wesentlichen auf die drei Bankengruppen: **regionale Kreditbanken**³ (individuelle Klassifizierung erforderlich), **Sparkassen** und **Kreditgenossenschaften**. Von der Anzahl der Institute dominieren die beiden letztgenannten Bankengruppen. Die Betrachtungen im Rahmen dieser Arbeit werden dieser Dominanz Rechnung tragen, indem die Spezifika der beiden Sektoren gesondert berücksichtigt werden.

2. Abgrenzung des klassischen Firmenkundengeschäfts

Das klassische Firmenkundengeschäft von regionalen Privatbanken, Sparkassen und Kreditgenossenschaften ist der Ausgangspunkt der geschäftspolitischen Analyse. Da eine einheitliche Definition des „Firmenkundengeschäfts“ weder in der Literatur noch in der Praxis existiert und die Kreditinstitute in der Ausgestaltung des Geschäftsfeldes hinsichtlich der relevanten Kunden- und Produktgruppen grundsätzlich frei sind, ist es für die nachfolgenden Betrachtungen unabdingbar, dieses Geschäftsfeld zunächst im Sinne einer **Arbeitsdefinition** abzugrenzen.

Das Abgrenzen von (strategischen) Geschäftsfeldern bedeutet ein Unterteilen des relevanten Gesamtmarktes in Segmente, die hinsichtlich ihrer nachfragerbezogenen Anforder-

¹ Die Gruppe „Privatbankiers“ wird von der Deutschen Bundesbank seit 1999 den „Regionalbanken“ zugeordnet (vgl. Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2001a), S. 105).

² Vgl. Grill, W./Perczynski, H. (1998), S. 43.

³ Kreditbanken werden nachfolgend synonym auch als Privatbanken bezeichnet. Dies entspricht der Terminologie ihres Spitzenverbandes, dem Bundesverband deutscher Banken.

derungen und anderer erfolgsrelevanter Charakteristika in sich möglichst homogen, untereinander jedoch möglichst verschieden sind.¹

Für Banken bietet sich grundsätzlich eine dreidimensionale Geschäftsfeldabgrenzung nach Kunden- und Produktgruppen sowie nach regionalen Gesichtspunkten an.² Da sich die Untersuchung auf Kreditinstitute mit einem regional begrenzten Geschäftsgebiet konzentriert, wird auf eine tiefergehende Segmentierung nach räumlichen Aspekten verzichtet, das Firmenkundengeschäft somit ausschließlich über **Produkt- und Kundengruppen** abgegrenzt. Anhand dieser Segmentierungsmerkmale kann auf aggregierter Betrachtungsebene eine grundlegende idealtypische Banktypensystematik abgeleitet werden, die eine erste grobe Einordnung des Firmenkundengeschäfts ermöglicht (vgl. Abbildung 1).³

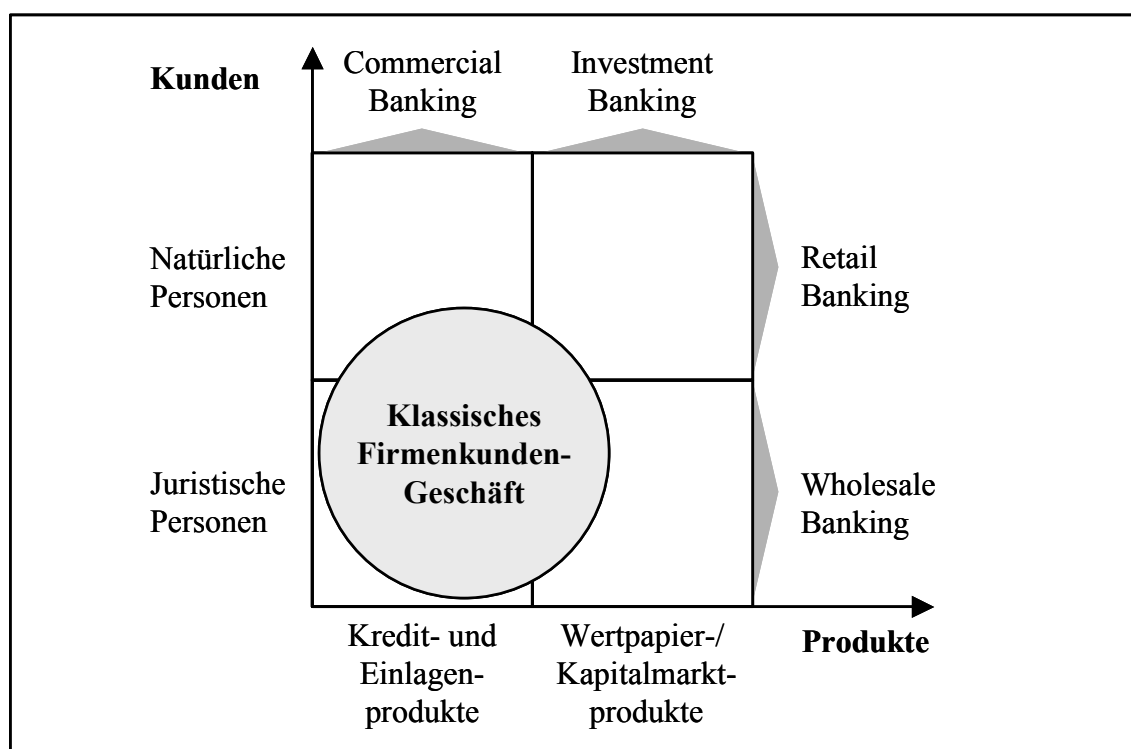


Abbildung 1: Einordnung des klassischen Firmenkundengeschäfts in die grundlegende Banktypensystematik⁴

Während in Kontinentaleuropa zwischen Universal- und Spezialkreditinstituten differenziert wird, unterscheidet das Trennbankensystem des angloamerikanischen Raums –

¹ Vgl. Meffert, H. (2000), S. 235 f.

² Vgl. Schierenbeck, H. (2001a), S. 517-519; Meffert, H./Bruhn, M. (2000), S. 165.

³ Für die verwendeten Begrifflichkeiten existieren vielfältige Definitionsansätze. Zudem weichen die Grenzen zwischen den Banktypen zunehmend auf (vgl. Achleitner, A.-K. (2000), S. 13).

⁴ In Anlehnung an Brinker, B. (1998), S. 14.

in Abhängigkeit vom Leistungsangebot – zwischen Commercial- und Investmentbanken.¹ Obwohl regionale Kreditinstitute (i. S. der Untersuchung) als Universalbanken in ihrer Geschäftstätigkeit grundsätzlich nicht eingeschränkt sind, ist dennoch festzustellen, dass ihr Leistungsspektrum weitgehend dem des Commercial Banking entspricht.² Dies gilt insbesondere für Sparkassen und Kreditgenossenschaften.³

Neben dem **dominierenden Einlagen- und Kreditgeschäft** gehören der Zahlungsverkehr und sonstige Bankgeschäfte wie Versicherungen, Bauspargeschäfte und Leasing zum typischen Produktangebot regionaler Kreditinstitute. Von den kapitalmarktorientierten Produkten bieten regionale Kreditinstitute im Regelfall lediglich Handels- und Depotgeschäfte an.⁴

Nicht Bestandteil des Leistungssortiments im klassischen Firmenkundengeschäft sind dagegen typische **Produktbündel des Investment Banking** wie zum Beispiel das Emissionsgeschäft, Merger & Acquisitions (M&A), Corporate Finance bzw. Financial Advisory als Dienstleistungen rund um die Bankbilanz des Firmenkunden, Asset Management oder aber auch PE.⁵

Die in der Kundendimension der Banktypensystematik vollzogene Trennung zwischen natürlichen und juristischen Personen (vgl. Abbildung 1) ist zur Abgrenzung des Firmenkundengeschäfts im Sinne der Untersuchung ebenfalls zu spezifizieren. Theoretisch kann die gesamte Bandbreite von Unternehmensformen – vom internationalen Großunternehmen bis zum Kleinstbetrieb – unabhängig von der Rechtsform dem Firmenkundensegment zugeordnet werden.⁶ Tatsächlich sind **in der Praxis sehr unterschiedliche Ansätze der Geschäftsfeldabgrenzung** vorzufinden. Während kleinere Kreditinstitute häufig auch wirtschaftlich selbstständigen Privatpersonen dem Firmenkundensegment zuordnen, beginnt für andere das Firmenkundensegment erst ab einem Unternehmensjahresumsatz von mehr als einer halben Million Euro.⁷ Kunden, die unterhalb der kritischen Grenzwerte liegen, werden beispielsweise dem Gewerbetunden-, Retail- oder auch Privatkundenbereich zugeordnet.

¹ Vgl. Achleitner, A.-K. (2000), S. 5.

² Vgl. Wieandt, A./Miller, A. (2001), S. 9.

³ Vgl. Merl, G. (1998), S. 392 ff.

⁴ Vgl. Schierenbeck, H./Hölscher, R. (1998), S. 334 ff.

⁵ Für eine ausführliche Darstellung der Tätigkeitsfelder des Investment Banking siehe Schierenbeck, H./Hölscher, R. (1998), S. 533-581; Achleitner, A.-K. (2000), S. 19 f.

⁶ Vgl. Schierenbeck, H. (2000a), S. 5.

⁷ Vgl. Mendel, M. (2001), S. 38.

Zum Zwecke einer sinnvollen Analyse gilt es in jedem Fall, mittelständische Firmenkunden von **Großunternehmen** zu separieren. Letztere zählen typischerweise nicht zu der Kernklientel regionaler Kreditinstitute und sind durch eine grundlegend andere Bedürfnisstruktur hinsichtlich bankbetrieblicher Leistungen gekennzeichnet. Oftmals sind sie im Prozess der Disintermediation bereits weit fortgeschritten und haben insbesondere solche Leistungen internalisiert, die beratungsintensiv sind und spezifische Finanzexpertise voraussetzen. Großunternehmen können daher häufig als „Quasi-banken“ betrachtet werden, die lediglich noch Basis-Bankdienstleistungen extern einkaufen.¹ Kleine und mittlere Unternehmen (KMU) sind dagegen schon allein aufgrund ihrer Größe in einem höheren Maße auf die Finanzintermediation der Banken angewiesen.²

Fraglich ist jedoch, anhand welcher Kriterien KMU von Großunternehmen zu trennen sind. Im deutschen Sprachraum wird für KMU synonym der **Begriff des „Mittelstandes“** verwendet, für den es ebenfalls keine allgemeingültige Definition gibt.³ Einigkeit besteht darüber, dass das Begriffsverständnis über rein ökonomische Größen hinausgeht und zusätzlich qualitative Merkmale berücksichtigt. Aus der Vielzahl der qualitativen Aspekte werden regelmäßig drei zentrale Charakteristika des Mittelstandes hervorgehoben:⁴

- **Zentrale Stellung der Unternehmerpersönlichkeit:** Der Eigentümer bzw. eine kleine Anzahl von Eigentümern leiten selbstständig und eigenverantwortlich das Unternehmen.
- **Einheit von Risiko und Eigentum:** Die wirtschaftliche Existenz der Inhaber und die des Unternehmens sind untrennbar miteinander verbunden.
- **Fehlende(r) Emissionsfähigkeit/-wille:** Der Zugang zum organisierten Kapitalmarkt ist aufgrund der Unternehmensgröße bzw. der Rechtsform versperrt oder wird bewusst gemieden.

¹ Vgl. Schierenbeck, H. (2000a), S. 5-6.

² Vgl. ebenda.

³ Vgl. Gerke, W. et al. (1995), S. 13; Bundesverband deutscher Banken (Hrsg.) (2000), S. 9; Doberanzke, V. (1993), S. 5-9; Mendel, M. (2001), S. 38.

⁴ Vgl. Sauer, R. (1993), S. 14 f.; Bruhns, K. (1992), S. 6 f.; Arndt, W. (1995), S. 17.

Im Hinblick auf eine Klassifizierung von Unternehmen können diese Charakteristika **nur eine Indikatorfunktion** wahrnehmen. Neben dem generellen Messbarkeitsproblem ermöglichen die genannten Merkmale keine trennscharfe Zuordnung.¹

Ob der schwerwiegenden Abgrenzungsprobleme wird der Mittelstand oftmals ausschließlich auf der Basis **quantitativer Kriterien** abgegrenzt – als Gesamtheit der Unternehmen und wirtschaftlich selbstständigen Privatpersonen, die bestimmte kritische Größen nicht überschreiten. Als quantitative Indikatoren für die Unternehmensgröße bieten sich viele betriebswirtschaftliche Kennzahlen an wie beispielsweise die Bilanzsumme, der Umsatz, die Anzahl der Mitarbeiter oder auch der Gewinn.

Neben der Verwendung einzelner Kennzahlen werden häufig Zuordnungsraster aus mehreren Merkmalen gebildet. Das wohl gängigste Raster zur Unternehmensklassifizierung ist das vom Institut für Mittelstandsforschung (IfM) in Bonn entwickelte Schema, welches in Tabelle 2 wiedergegeben ist. Das Raster beschränkt sich – in Ermangelung weiterer regelmäßig verfügbarer Daten – auf die Merkmale „**Anzahl der Beschäftigten**“ und „**Umsatz**“.² Dem Mittelstand zugerechnet werden Unternehmen und wirtschaftlich selbstständige Privatpersonen, die nach den beiden (Oder-)Kriterien als „klein“ oder „mittelgroß“ klassifiziert werden.

Unternehmensgröße	Anzahl der Beschäftigten	Umsatz € / Jahr
klein	bis 9	bis unter 0,5 Millionen
mittel	10 bis 499	0,5 bis 50 Millionen
groß	500 und mehr	50 Millionen und mehr

Tabelle 2: Abgrenzungskriterien des IfM für kleinere und mittlere Unternehmen³

Im Ergebnis handelt es sich bei einem so definierten Mittelstand um ein **heterogenes Gebilde**, welches abhängig vom Untersuchungszweck noch weiter einzugrenzen ist. Als Arbeitsdefinition zur Abgrenzung des Firmenkundensegments ist das vorgestellte IfM-Raster dennoch ausreichend, da die skizzierten Unterschiede im „Kaufverhalten“ zwischen KMU und Großunternehmen in einem hinreichenden Maße herausgearbeitet werden. Tiefergehende strukturelle Aspekte, wie z. B. Branchenspezifika, Lebenszyklusphasen, Rechtsformen, Größenunterschiede und Eigentümerstrukturen, die sich in einem spezifischen Nachfrageverhalten widerspiegeln, können nur durch eine ungleich

¹ So kann der Status „mittelständisch“ nicht allein deshalb negiert werden, weil beispielsweise angestellte Manager die Unternehmensleitung wahrnehmen oder etwa weil das Risiko der Eigentümer qua Rechtsform auf ein nicht existenzgefährdendes Maß begrenzt wurde.

² Vgl. Arndt, W. (1995), S. 17.

³ Vgl. ebenda, S. 15-18. Die ursprünglich in DM abgegrenzten Umsatzgrößenklassen wurden hier wie auch in Tabelle 3 zur Vereinfachung mit einem gerundeten Verhältnis von 1 € = 2 DM umgerechnet.

komplexere und wenig operationale Begriffsdefinition berücksichtigt werden. Sie werden im Weiteren dennoch nicht außer Acht gelassen, sondern immer dann aufgegriffen, wenn es für die Analyse von Bedeutung sein wird.

II. Marktstrukturen im klassischen Firmenkundengeschäft

1. Nachfrageseitige Marktstrukturen und Stellenwert des Mittelstands

Unter Zugrundelegung der dargestellten Mittelstandsdefinition können folgende Aussagen hinsichtlich des Ausmaßes und der volkswirtschaftlichen Bedeutung des deutschen Mittelstandes getroffen werden (Datenbasis 2000):¹

- 99,6 % aller umsatzsteuerpflichtigen Unternehmen fallen unter die gewählte Mittelstandsdefinition. Dies entspricht einer Zahl von rund 3,2 Millionen Unternehmen.
- Rund 20 Millionen Beschäftigte sind dem Mittelstand zuzuordnen.
- 69,7 % aller Arbeitnehmer sind im Mittelstand beschäftigt.
- Der Mittelstand tätigt 44,8 % aller steuerpflichtigen Umsätze.
- Er leistet 57,0 % der Bruttowertschöpfung aller Unternehmen.
- 46,0 % der Investitionen werden durch den Mittelstand getätigt.

Die statistischen Betrachtungen unterstreichen, dass der Mittelstand, der auch als „Rückgrat der Wirtschaft“ apostrophiert wird, einen **dominanten Stellenwert im deutschen Wirtschaftsgeschehen** einnimmt.

Zur weiteren Deskription des Firmenkundensegments sind in Tabelle 3 Verhältniszahlen aus der Umsatzsteuerstatistik von 1997 wiedergegeben, welche die Umsatzgrößenklassen noch feiner als in der vorgestellten Mittelstandsdefinition abstuft. Demnach hatte 1997 knapp ein Drittel (27,3 %) aller umsatzsteuerpflichtigen Unternehmen (und Privatpersonen) einen Jahresumsatz von weniger als 51.129 € (100.000 DM). Gut 80 % der deutschen Unternehmen sind nach dem Umsatzkriterium als „**klein**“ zu bezeichnen. Diese 80 % der Unternehmen vereinen jedoch lediglich einen Umsatzanteil von knapp 8 % auf sich. Als „**mittelgroß**“ klassifizierte Unternehmen besitzen dagegen einen Anteil von 18,4 % an den gesamten Unternehmen und 39 % am Gesamtumsatz. Große Unternehmen, die im Sinne der Arbeitsdefinition nicht dem Firmenkundengeschäft zugerechnet werden, erwirtschaften schließlich knapp 53 % des Umsatzes und dies, obwohl sie nur 0,2 % der Unternehmen ausmachen.

¹ Vgl. Institut für Mittelstandsforschung Bonn (Hrsg.) (2001). Diese Daten können im Internet abgefragt werden unter der URL: <http://www.ifm-bonn.org/dienste/daten.htm>.

Umsatzgrößenklasse	Umsatz € / Jahr	Anteil an der Unternehmensanzahl	Anteil am Gesamtumsatz
kleine Unternehmen	16.250 bis 50.000	27,3 %	0,6 %
	50.000 bis 250.000	41,8 %	3,9 %
	250.000 bis 500.000	12,3 %	3,4 %
mittlere Unternehmen	500.000 bis 2,5 Mio.	14,2 %	11,7 %
	2,5 Mio. bis 12,5 Mio.	3,5 %	14,1 %
	12,5 Mio. bis 50 Mio.	0,7 %	13,2 %
große Unternehmen	50 Mio. und mehr	0,2 %	52,9 %

 Tabelle 3: Unternehmens- und Umsatzstruktur nach Umsatzgrößenklassen¹

Ein ähnliches Bild zeigt sich, wenn das Kriterium der Beschäftigtenanzahl (isoliert) zugrunde gelegt wird (vgl. Tabelle 4). Gut 80 % der Unternehmen haben maximal neun Beschäftigte und sind damit als „klein“ zu klassifizieren. Auch der Anteil mittlerer (19,5 %) und großer Unternehmen (0,3 %) spiegelt die Struktur gemäß Umsatzkriterium in etwa wider.²

Beschäftigtengrößenklasse	Anzahl der Beschäftigten	Anteil an der Unternehmensanzahl	Anteil an der Beschäftigtenanzahl
kleine Unternehmen	1	29,3 %	2,1 %
	2 bis 9	51,1 %	16,5 %
mittlere Unternehmen	10 bis 49	15,8 %	24,8 %
	50 bis 99	2,1 %	11,1 %
	100 bis 499	1,6 %	23,2 %
große Unternehmen	500 bis 999	0,2 %	7,9 %
	1.000 und mehr	0,1 %	14,4 %

 Tabelle 4: Unternehmens- und Beschäftigtenstruktur nach Beschäftigtengrößenklassen³

Für die weitere Analyse ist zu konstatieren, dass im Firmenkundensegment (im Sinne der Arbeitsdefinition) **von der Anzahl her kleine Unternehmen dominieren**. Vom Umsatzanteil besitzen dagegen die **mittleren Unternehmen den größeren Stellen-**

¹ Vgl. Bundesverband deutscher Banken (Hrsg.) (2000), S. 12.

² Bei gleichzeitiger Berücksichtigung beider Kriterien wird deutlich, dass kleine Unternehmen im Vergleich zu großen durch eine deutlich höhere Beschäftigtenintensität gekennzeichnet sind.

³ Vgl. Bundesverband deutscher Banken (Hrsg.) (2000), S. 11.

wert. Im Hinblick auf das Geschäftsvolumen der Kreditinstitute sind sie daher als das **Kernsegment des Firmenkundengeschäfts** zu betrachten.

2. Anbieterseitige Wettbewerbsstrukturen

Einen ersten Eindruck über die Wettbewerbsstrukturen im Firmenkundengeschäft vermittelt bereits die in Tabelle 1 wiedergegebene Verteilung der deutschen Geschäftsbanken nach Bankengruppen und Geschäftsvolumen. Für die weitere Analyse ist es darüber hinaus von Interesse, welche **Marktanteile** die regionalen Kreditinstitute **im Firmenkundensegment** besitzen. Da es jedoch – wie dargestellt wurde – an einer allgemeingültigen Abgrenzung des Firmenkundengeschäfts hinsichtlich Kundengruppen und Produkten mangelt, sind die für eine Marktanteilsberechnung notwendigen Daten nur eingeschränkt verfügbar. Die Wettbewerbsstrukturen im Firmenkundengeschäft werden daher nachfolgend approximativ ermittelt.

Hierzu sind in Tabelle 5 die Angaben der Deutschen Bundesbank zu den **aktivischen und passivischen Leistungsvolumina** der Geschäftsbanken in Marktanteile transformiert worden und differenziert nach Kundengruppen wiedergegeben. Diese Form der Marktanteilsberechnung ist insofern zu kritisieren, als dass sie das Firmenkundengeschäft ausschließlich auf das Zinsgeschäft reduziert, während das zunehmend an Bedeutung gewinnende Dienstleistungsgeschäft vernachlässigt wird.¹ Darüber hinaus ist zu bemängeln, dass die gemäß Arbeitsdefinition nicht zum Firmenkundengeschäft zählenden Großunternehmen in den Anteilsberechnungen enthalten sind, so dass die Marktanteilsstrukturen im Firmenkundengeschäft erheblich verzerrt werden.

Unter Vernachlässigung des Größenkriteriums können die inländischen Unternehmen und die wirtschaftlich selbstständigen Privatpersonen dem Firmenkundengeschäft zugeordnet werden, während die wirtschaftlich unselbstständigen Privatpersonen das Privatkundengeschäft repräsentieren. Es zeigt sich, dass die Marktanteile im Firmenkundengeschäft im Gegensatz zum Privatkundengeschäft breiter gestreut sind, was auf eine **höhere Wettbewerbsintensität** schließen lässt.²

¹ Die Relation von Provisionsüberschuss zu Zinsüberschuss beträgt im Firmenkundengeschäft derzeit im Durchschnitt etwa 1 zu 5 (vgl. Schüller, St. (2001), S. 65).

² Vgl. Rolfes, B. (2001b), S. 4.

Bankengruppe	Kundengruppe	„Firmenkunden“	
	„Privatkunden“	wirtschaftlich selbstständige Privatpersonen	inländische Unternehmen
Kreditbanken	21,9 %	24,8 %	31,6 %
<i>davon Großbanken</i>	8,6 %	15,4 %	18,6 %
Sparkassen	37,1 %	33,0 %	13,6 %
Landesbanken	3,6 %	5,9 %	24,1 %
Kreditgenossenschaften	22,7 %	23,2 %	6,9 %
Genossenschaftl. Zentralbanken	0,1 %	0,3 %	3,7 %
Realkreditinstitute	4,3 %	9,5 %	15,7 %
Sonstige Kreditinstitute	10,2 %	3,3 %	4,4 %

Tabelle 5: Kundengruppenspezifische Marktanteile der Bankensektoren gemessen am Leistungsvolumen (aktiv + passiv) (Stand: 2001)¹

Während Sparkassen und Kreditgenossenschaften das Privatkundengeschäft eindeutig dominieren (37,1 % und 22,7 % Marktanteil), wird diese **Wettbewerbsposition im Firmenkundengeschäft nicht erreicht**. Insbesondere die Großbanken besitzen hier einen im Verhältnis zum Privatkundengeschäft überproportionalen Marktanteil. Dieser wird jedoch in einem erheblichen Maße auf das Leistungsvolumen der Großunternehmen zurückzuführen sein. Die Aussage, Sparkassen und Kreditgenossenschaften seien im mittelständischen Firmenkundengeschäft unterrepräsentiert, kann auf Basis dieser Zahlen nicht getroffen werden.

Die Wettbewerbsposition der übrigen Kreditbanken ist, wenn die Anteile der Großbanken herausgerechnet werden, im Firmen- und Privatkundengeschäft nahezu identisch. Des Weiteren zu erwähnen sind die Landesbanken, die als Kooperationspartner der Sparkassen einen erheblichen Teil (24,1 %) des Firmenkundengeschäfts abdecken, im Privatkundengeschäft dagegen keine bedeutenden Marktanteile besitzen.

¹ Vgl. Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2002c), S. 34-41, 50-53, 62-67, 72-79, 82-85; eigene Berechnungen. Die Marktanteile bei den wirtschaftlich selbstständigen Privatpersonen wurden ohne Spareinlagen und Sparbriefe berechnet.

III. Wertbeiträge des Kreditgeschäfts

Nachdem in den vorangegangenen Ausführungen das klassische Firmenkundengeschäft regionaler Kreditinstitute abgegrenzt und in den Grundstrukturen der Anbieter- und Nachfragerseite dargestellt wurde, geht es in den nachfolgenden Betrachtungen darum, den Wertbeitrag des Firmenkundengeschäfts zu analysieren. Hierzu werden im ersten Schritt Rendite-Ziele für die Gesamtbank ermittelt, welche in die Budgetierung der Ergebnisansprüche für das Firmenkundenkreditgeschäft einfließen. Abschließend wird anhand empirischer Daten überprüft, inwieweit die Zielvorgaben durch das Firmenkundenkreditgeschäft erfüllt werden.

1. Herleitung von Gesamtbank-Renditezielen

a) Grundlegende Benchmarking-Alternativen

Um die Eigenkapitalrentabilität einer Bank bzw. eines Geschäftsfeldes zu beurteilen, sind zunächst entsprechende Zielvorgaben im Sinne einer Benchmark festzulegen. Es können dabei drei grundsätzliche Verfahren zur Ermittlung der anzustrebenden Eigenkapitalrentabilität unterschieden werden.¹

Die unterste Grenze für das Gesamtbank-Renditeziel bildet die strukturelle Gleichgewichtsrentabilität (**finanzstruktureller Ansatz**²), bei der die Existenz der Bank in jedem Fall gesichert ist. Sie errechnet sich aus dem Reingewinn, der erzielt werden muss, um angemessenes Wachstum, Veränderungen in der Risikostruktur der Geschäfte sowie die Ausschüttungen an die Kapitalgeber – unter Berücksichtigung externer Kapitalzuführungen – finanzieren zu können.³ Da es sich bei dieser Renditevorgabe stets um eine Größe handelt, die nur bankindividuell berechnet werden kann, wird sie im Weiteren außer Acht gelassen.

Eine zweite Benchmark bildet die von den Anteilseignern geforderte Rendite auf das investierte Kapital (**kapitalmarktorientierter Ansatz**⁴). Während sich der finanzstrukturelle Ansatz an der wirtschaftlichen Situation des Unternehmens orientiert, korrespondiert der kapitalmarktorientierte Ansatz mit dem Shareholder-Value-Konzept, welches die Interessen der Kapitalgeber in den Vordergrund rückt.⁵ Grundüberlegung des Ansatzes ist es, dass rational handelnde Kapitalgeber grundsätzlich eine dem übernommenen Risiko angemessene Rendite erwarten. In der Finanzierungstheorie wurde

¹ Vgl. Schierenbeck, H. (2001a), S. 467-486.

² Vgl. Schierenbeck, H./Lister, M. (2001), S. 121-169.

³ Vgl. Schierenbeck, H. (1998), S. 13 ff.

⁴ Vgl. Schierenbeck, H./Lister, M. (2001), S. 169-176.

⁵ Siehe hierzu ausführlich Kapitel B. III. 1.

eine Reihe von Modellen entwickelt, um die Höhe des übernommenen Risikos und die dafür angemessene Risikoprämie zu quantifizieren.¹ Aufgrund der einfachen Anwendbarkeit und der – zumindest teilweisen – empirischen Bestätigung ist von den verschiedenen Modellen das **Capital Asset Pricing Model (CAPM)**² hervorzuheben.

Als dritte Alternative zur Ermittlung der Rentabilitätsvorgabe kann schließlich der **Best-Practice-orientierte** Ansatz – als Benchmarking im ursprünglichen Sinne – eingesetzt werden.³ Der Vergleich mit i. d. R. branchengleichen Unternehmen soll dazu dienen, strukturelle Unterschiede und Verbesserungspotenziale aufzudecken, um zu dem Best-Practice aufschließen zu können.

Nachfolgend wird zur Herleitung der Gesamtbankrendite-Ziele das CAPM verwendet. Das ermittelte Renditevorgabe wird daran anschließend mit Hilfe eines Best-Practice-Vergleichs validiert.

b) Ableitung der Gesamtbank-Renditeziele aus dem CAPM

Den Annahmen des CAPM folgend, kann die vom Kapitalmarkt geforderte Eigenkapitalrendite in zwei Komponenten zerlegt werden: eine **risikolose Verzinsung** und eine **Prämie für das übernommene systematische (marktbestimmte) Risiko**. Bereits die Festlegung der risikolosen Komponente wirft eine Reihe von Fragen auf. So ist beispielsweise zu entscheiden, welcher Zeithorizont zugrunde zu legen ist und ob Durchschnittszinsen aus der Vergangenheit, aktuelle Marktzinsen oder etwa – zur Ausschaltung des Wiederanlagerisikos – Zerobondrenditen heranzuziehen sind.⁴

Die Prämie für das übernommene Marktrisiko wird in zwei Schritten berechnet. Zunächst ist zu ermitteln, welche Überrendite das Marktportfolio gegenüber der risikolosen Anlage erwirtschaftet (Risikoprämie des Gesamtmarktes).⁵ Im zweiten Schritt ist die Überrendite entsprechend dem systematischen Risiko des jeweiligen Unternehmens zu spezifizieren.⁶ Dies erfolgt durch Multiplikation mit dem sogenannten **Betafaktor**,

¹ Eine Vorstellung und Bewertung der Verfahren findet sich bei Schierenbeck, H./Lister, M. (2001), S. 92-101.

² Vgl. Sharpe, W. F. (1964), S. 425 ff.; Lintner, J. (1965), S. 587 ff.; Mossin, J. (1966), S. 768 ff.

³ Vgl. Schierenbeck, H. (2001a), S. 485 ff.

⁴ Vgl. Schierenbeck, H./Lister, M. (2001), S. 169 f.

⁵ Dabei ist zunächst offen, welcher Markt für die Berechnung der Soll-Eigenkapitalrendite relevant ist. Da das CAPM ursprünglich für den Aktienmarkt entwickelt wurde, liegt es nahe, als Marktportfolio einen Aktienindex zu verwenden. Der gewählte Index sollte möglichst gut die alternativen Anlagemöglichkeiten des Investors und damit seinen relevanten Markt repräsentieren (vgl. Schierenbeck, H./Lister, M. (2001), S. 170 f.).

⁶ Das unsystematische (marktunabhängige) Risiko ist irrelevant, da es gemäß Modellprämissen diversifiziert ist.

der sich als Kovarianz von Unternehmens- und Marktrendite, normiert durch die Varianz der Marktrendite, berechnet. Betafaktoren größer (geringer) als 1 resp. 100 % stehen für ein höheres (geringeres) Risiko des Unternehmens im Vergleich zum Marktportfolio.¹

Im Hinblick auf den Untersuchungsgegenstand Kreditgenossenschaften, Sparkassen und regionale Privatbanken ist es problematisch, dass diese Banken (mehrheitlich) **nicht börsennotiert** sind und dementsprechend keine Betafaktoren aus Marktwerten berechnet werden können. Dennoch kann die nachfolgend berechnete Soll-Eigenkapitalrendite als Richtwert übernommen werden.

Formal stellt sich die Berechnung der risikoadjustierten Soll-Rendite wie folgt dar:

$$E(R_i) = R_f + [E(R_m) - R_f] \cdot \beta$$

mit: $E(R_i)$ = erwartete Rendite des Wertpapiers i
 R_f = risikolose Rendite
 $E(R_m)$ = erwartete Rendite des Marktportfolios
 β = Betafaktor

Die konkrete Festlegung der CAPM-Eingangsgrößen soll hier dem Ziel folgen, eine langfristige und **möglichst allgemeingültige Aussage** bezüglich der bankenspezifischen Soll- Eigenkapitalrentabilität herzuleiten. Anstelle aktueller Marktdaten werden daher historische Durchschnittswerte verwendet. Als relevanter Markt wird der DAX[®] mit einer durchschnittlichen Rendite von 11,02 % p. a., als Bezugsbasis für die risikolose Verzinsung der REXP[®] mit einer durchschnittlichen Rendite von 7,65 % p. a. zugrunde gelegt.² Der Betafaktor für Banken von 0,9 wurde aus den historischen Aktienkurschwankungen sowie den Korrelationen zwischen Banktiteln und dem Index ermittelt.³

¹ Vgl. Rolfes, B. (2001b), S. 12.

² Die Auswahl des Beobachtungszeitraums hat erhebliche Auswirkungen auf das Niveau der Eingangsgrößen und der daraus berechneten risikoadjustierten Renditeforderung (vgl. Rolfes, B. (2001a), S. 515 f.). Um den subjektiven Einfluss möglichst gering zu halten, wurden die DAX[®]- und REXP[®]-Renditen jeweils als Durchschnitt der monatlich rollierenden Jahresrenditen für den Zeitraum 31.12.1969 bis 31.12.2000 berechnet (vgl. Anhang 1).

³ Vgl. Rolfes, B. (2001b), S. 13. Es ist zu berücksichtigen, dass die bankindividuellen Betafaktoren z. T. deutlich vom Branchendurchschnitt abweichen.

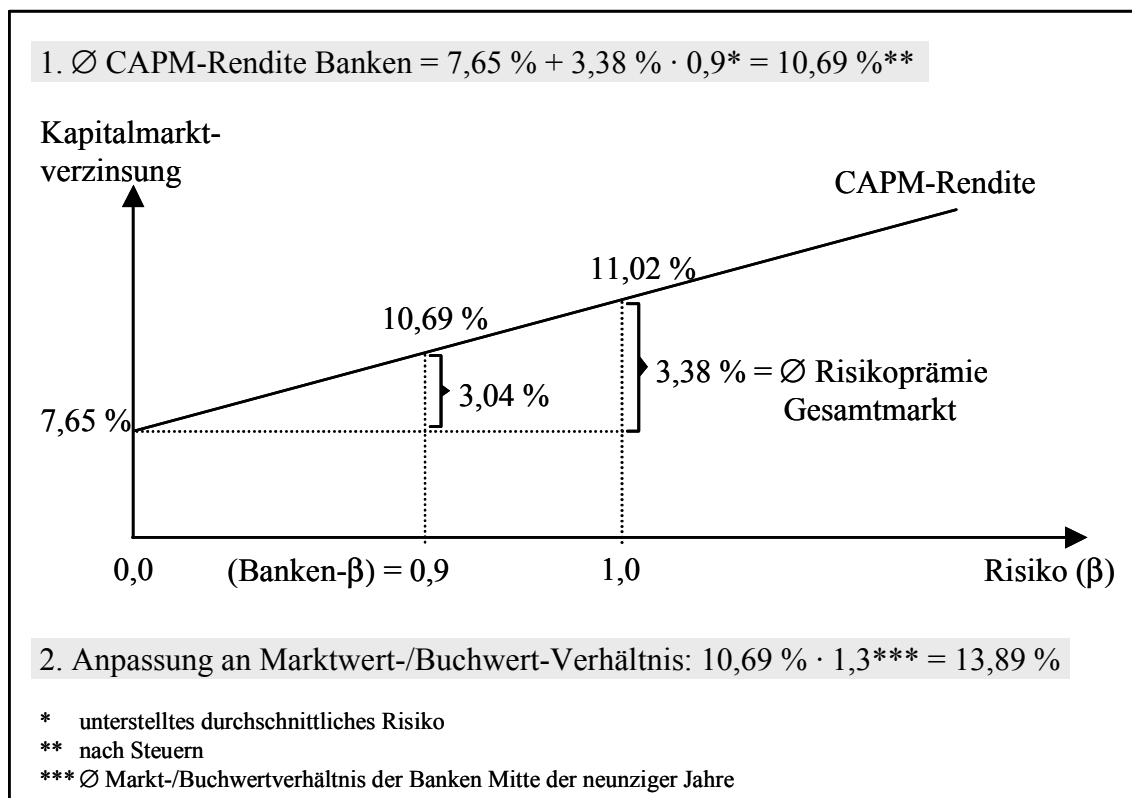


Abbildung 2: Ermittlung des Renditeanspruchs deutscher Banken nach CAPM¹

Die im ersten Schritt ermittelte Größe von 10,69 % ist ein auf den Marktwert des Eigenkapitals bezogener Renditeanspruch (vgl. Abbildung 2). Durch Multiplikation mit dem Marktwert-/Buchwertverhältnis (MBV) wird im zweiten Schritt die Renditeforderung in eine auf das **Buchwert-Eigenkapital** bezogene Größe transformiert.² Unter Zugrundelegung eines durchschnittlichen MBV von 1,3 errechnet sich eine Sollrendite für das Buchwert-Eigenkapital von 13,89 % nach Steuern.³

Es ist darauf hinzuweisen, dass die berechnete Renditeerwartung nicht mehr als eine Orientierungshilfe sein kann. Neben den grundsätzlichen Modellprämissen, die hier nicht weiter vertieft werden, sind es die vielfältigen Freiheitsgrade bei der Festlegung der Eingangsparameter, welche die Aussagekraft des CAPM limitieren.⁴

¹ In Anlehnung an Rolfes, B. (2001b), S. 13.

² Für eine detaillierte Ermittlung der Marktwert-/Buchwert-Anpassung, welche die Dividenden- und Kursrenditen gesondert berücksichtigt, siehe Schierenbeck, H./Lister, M. (2001), S. 173-176.

³ Das MBV ist der Durchschnittswert der Bankentitel Mitte der neunziger Jahre (vgl. Rolfes, B. (2001b), S. 13).

⁴ So berechnet sich beispielsweise bei Zugrundelegung der Kapitalmarktzinsen Stand: Mitte 2001 ein deutlich niedrigerer Renditeanspruch.

c) Validierung der Gesamtbank-Renditeziele anhand von Best-Practice-Standards

In Abbildung 3 ist ein Vergleich der Eigenkapitalrentabilität nach Steuern (Return on Equity (RoE)) von ausgewählten internationalen Kreditinstituten (bzw. Institutsgruppen) wiedergegeben.

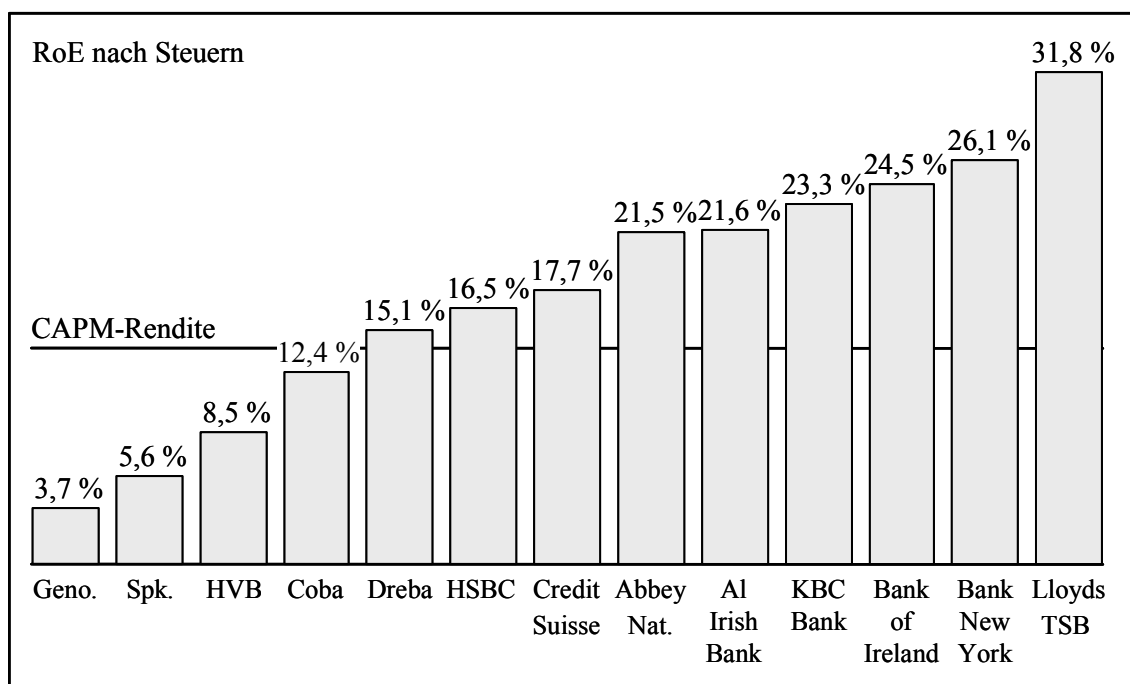


Abbildung 3: RoE nach Steuern im internationalen Marktvergleich (Stand: 2000)¹

Es wird deutlich, dass die deutschen Kreditinstitute im Betrachtungsjahr mehrheitlich die berechnete Soll-Rentabilität gemäß CAPM **nicht erreichen** konnten.² Im Vergleich zu den internationalen Wettbewerbern – insbesondere zu den angelsächsischen Instituten – liegen sie signifikant zurück. Kreditgenossenschaften und Sparkassen, die sich nicht mit einer vom Kapitalmarkt vorgegebenen Renditeforderung konfrontiert sehen, bilden mit einem RoE nach Steuern in Höhe von 3,7 % resp. 5,6 % das Schlusslicht des Marktvergleichs.

Sowohl die berechnete Soll-Rendite von 13,89 % als auch die von deutschen Großbanken seit einigen Jahren öffentlich erklärte Ziel-Eigenkapitalrentabilität in Höhe von 15 % erscheinen angesichts der tatsächlich erzielten Vergleichswerte **nicht unrealistisch hoch**.³ Für die sich anschließenden Berechnungen wird daher die mit Hilfe des

¹ Quelle: Geschäftsberichte der jeweiligen Kreditinstitute.

² Die nicht dargestellte Deutsche Bank weist im Jahr 2000 einen RoE vor Steuern in Höhe von 29,4 % aus, vgl. Geschäftsbericht 2000 der Deutschen Bank.

³ Vgl. Rolfes, B. (2001b), S. 14.

CAPM ermittelte Renditeerwartung als Soll-Rendite für die regionalen Kreditinstitute angesetzt.¹

2. Budgetierung der Ergebnisansprüche

a) Kalkulationssystematik im Kreditgeschäft

Nachfolgend wird analysiert, wie die Kundenkondition im Firmenkundenkreditgeschäft zu bemessen ist, damit im Ergebnis die Soll-Rentabilität erreicht wird.² Ausgangspunkt der Analyse ist die in Abbildung 4 wiedergegebene Kalkulationssystematik.

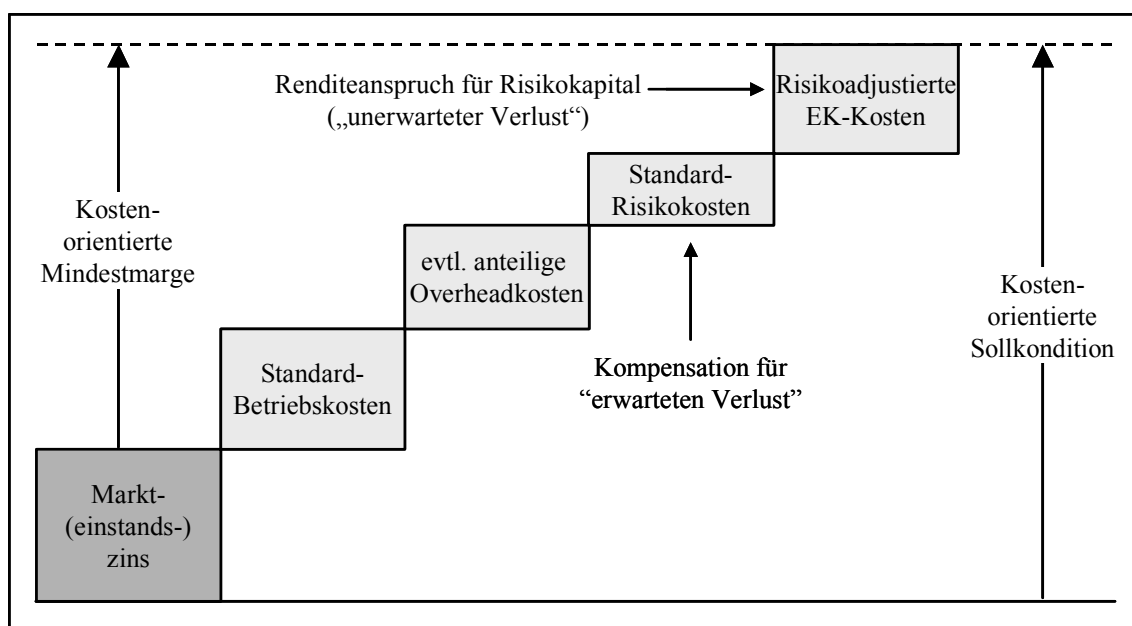


Abbildung 4: Kalkulationssystematik im Kreditgeschäft³

Die kostenorientierte Soll-Kondition im Kreditgeschäft berechnet sich – ausgehend vom Markt(einstands)zins – durch Hinzurechnung der Standard-Betriebskosten (ggf. zuzüglich anteiliger Overhead-Kosten), der Standard-Risikokosten sowie der risikoadjustierten Eigenkapitalkosten.

¹ Auf die Herleitung eines Rentabilitätsziels für das Firmenkundengeschäft mit Hilfe des CAPM wird verzichtet, da Marktwerte im Regelfall ausschließlich für das Gesamtunternehmen, nicht aber für einzelne Geschäftsfelder vorliegen. Auch mangelt es an adäquaten, öffentlich verfügbaren Best-Practice-Vergleichen für das Firmenkundengeschäft, da die Rechenschaftspflicht der Kreditinstitute nicht so weit reicht und zudem die institutsindividuellen Geschäftsfeldabgrenzungen deutlich voneinander abweichen.

² Die nachfolgenden Betrachtungen beschränken sich aus Vereinfachungsgründen auf das Kreditgeschäft als Hauptertragsquelle im Firmenkundensegment. Ferner orientiert sich die Bemessung des Risikokapitals ausschließlich an den betriebswirtschaftlichen Kreditausfallrisiken. Operationelle Risiken sowie das aufsichtsrechtlich erforderliche Risikokapital bleiben dagegen nachfolgend unberücksichtigt.

³ In Anlehnung an Schierenbeck, H. (2000b), S. 13.

b) Standard-Betriebskosten

Die Freiheitsgrade bei der grundsätzlichen Gestaltung des Kreditprozesses, die unterschiedlichen technischen Infrastrukturen sowie divergierende Kostenrechnungssysteme erschweren es, eine möglichst allgemeingültige Aussage bezüglich des Niveaus der Standard-Betriebskosten im Firmenkundengeschäft regionaler Kreditinstitute abzuleiten.

Im Rahmen einer von der Unternehmensberatung Oliver, Wyman & Company durchgeführten Untersuchung wurden die in Abbildung 5 wiedergegebenen Kostenstrukturen im Kreditgeschäft ermittelt, die jedoch nur als **ungefährer Richtwert** und nicht als repräsentativ zu betrachten sind.¹ Zusätzlich sind ggf. noch anteilige Overheadkosten zu berücksichtigen.

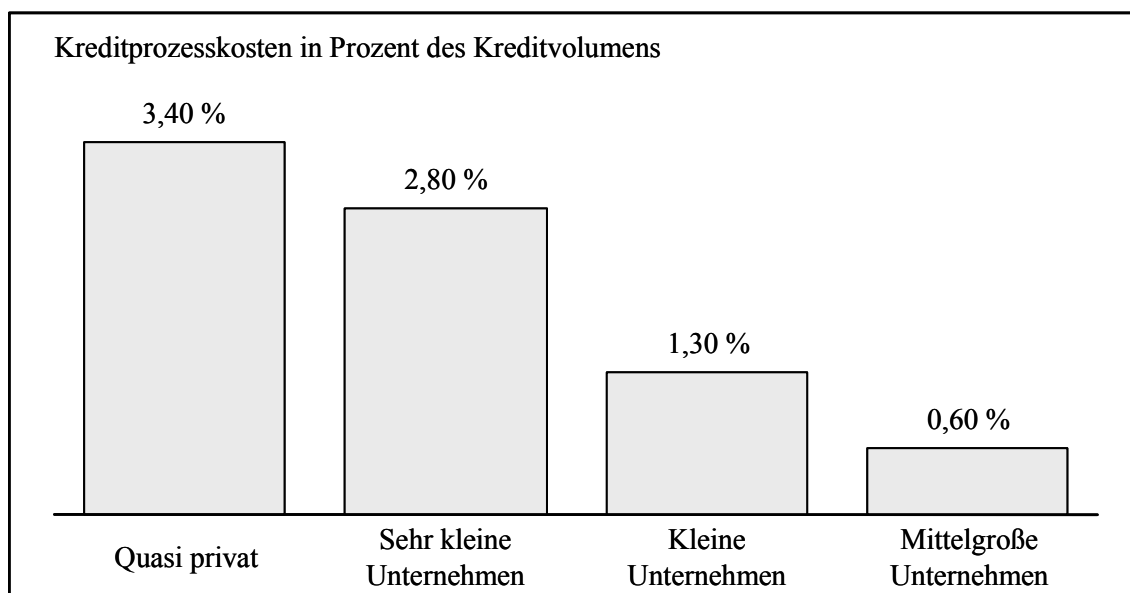


Abbildung 5: Kreditprozesskosten einer europäischen Bank²

Diesen Untersuchungsergebnissen zur Folge stehen gerade bei den kleineren und quasi privaten Unternehmen die Prozesskosten in einem **unangemessenen Verhältnis** zu den am Markt realisierbaren Erträgen. Lediglich die Kostenspanne im Segment der mittelgroßen Unternehmen lässt überhaupt Raum, um angesichts des Preiswettkampfes im Kreditgeschäft einen positiven Ergebnisbeitrag verdienen zu können.

¹ Vgl. Kuritzkes, A./Harris, S./Strothe, G. (2000), S. 42 ff. Nicht veröffentlichte Untersuchungen im Rahmen der Beratungstätigkeit bei der Unternehmensberatung zeb/rolfes.schierenbeck.associates bestätigen insbesondere das Niveau der Prozesskosten für das Segment der mittelgroßen Firmenkunden.

² Vgl. Kuritzkes, A./Harris, S./Strothe, G. (2000), S. 44-46.

c) Standard-Risikokosten und risikoadjustierte Eigenkapitalkosten

Mit den Standard-Risikokosten werden die **erwarteten Verluste** zu einer Kostengröße transformiert, die über das Marktergebnis in das Betriebsergebnis der Bank einfließt.¹ Erwartete Verluste sind daher kein Risiko im betriebswirtschaftlichen Sinne. Das Risiko der Kreditvergabe besteht lediglich darin, dass **unerwartete Verluste** entstehen, die über die bereits verrechneten Standard-Risikokosten hinausgehen.² Diese nicht antizipierten Risiken können grundsätzlich die Existenz der Kreditinstitute gefährden. Sie sind daher zur Absicherung mit Risikokapital (= ökonomisches Eigenkapital) zu unterlegen, für das Eigenkapitalkosten entsprechend der risikoadjustierten Renditevorgabe des „Marktes“ zu berechnen sind.³

Die Ermittlung der Standard-Risikokostensätze erfolgt auf der Ebene des Kreditportfolios, da auf Einzelgeschäftsebene die Identität von Standard-Risikokosten und tatsächlichen Verlusten im Regelfall ausgeschlossen ist.⁴ Die Quantifizierung des unerwarteten Verlusts sowie die Bemessung des zur Unterlegung notwendigen ökonomischen Risikokapitals kann mit Hilfe sogenannter **Kreditportfoliomodelle** erfolgen, welche die Wahrscheinlichkeitsdichteverteilung potenzieller Kredit- oder Wertverluste innerhalb eines abgegrenzten Portfolios unter Berücksichtigung von Korrelationsbeziehungen ermitteln.⁵ Die Verteilung ordnet jedem (maximalen) Kreditportfolioverlust eine Wahrscheinlichkeit zu; dabei ist der Betrachtungszeitraum (Risikohorizont) als Modellparameter vorzugeben. Es ist auch umgekehrt möglich, von einer bestimmten Wahrscheinlichkeit auf einen maximalen Kreditportfolioverlust zu schließen.

Das nachfolgende **Beispiel aus dem Genossenschaftssektor** verdeutlicht, wie mit Hilfe eines Kreditportfoliomodells und der damit ermittelten Wahrscheinlichkeitsdichteverteilung sowohl der erwartete als auch der unerwartete Verlust berechnet wird.⁶ Das zugrunde liegende Kreditportfolio mit den in Abbildung 6 wiedergegebenen Basisdaten repräsentiert die über alle Primärgenossenschaften ermittelte durchschnittliche Größenklassen-, Ratingklassen- und Branchenverteilung.⁷ Die berechneten Relativkennzahlen

¹ Vgl. Schierenbeck, H. (2001a), S. 307-348.

² Vgl. Kirmße, St. (2001), S. 119.

³ Vgl. Schierenbeck, H. (2000b), S. 18.

⁴ Auf Einzelgeschäftsebene müsste die richtige Risikoprämie bei ordnungsgemäßer Rückführung null betragen, bei einem Kreditausfall dagegen bis zu 100 % (vgl. Kirmße, St. (2001), S. 119).

⁵ Für eine kritische Würdigung verschiedener Kreditportfoliomodelle siehe Bröker, F. (2000), S. 67 ff.

⁶ Die Modellrechnung basiert auf einer Beispielrechnung des Bundesverbandes der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e. V. (BVR). Die Wahrscheinlichkeitsdichteverteilung wurde mit dem VR-CreditPortfolioManager ermittelt, der eine an die Spezifika des genossenschaftlichen Verbundes angepasste Weiterentwicklung des CreditRisk⁺ Modellansatzes ist. Das Modell CreditRisk⁺ wurde von der Credit Suisse entwickelt und 1997 publiziert (vgl. Kirmße, St./Schweizer, St. (2001), S. 20 ff.).

⁷ Vgl. Kirmße, St./Schweizer, St. (2001), S. 20 ff.

können daher als Orientierungsgröße für den Untersuchungsgegenstand regionale Kreditinstitute angesehen werden.

Charakteristisch für Kreditportfolioverluste ist die Rechtsschiefe der Wahrscheinlichkeitsdichteverteilung, die ihre Ursache darin hat, dass Kreditausfälle zwar selten auftreten, dann jedoch zu hohen Verlusten führen.¹ Bei einem Risikohorizont von einem Jahr und einem angenommenen Sicherheitsniveau von 99,98 % (d. h. in 4.999 von 5.000 Jahren) ist der **maximale Kreditverlust** im Beispielfortfolio nicht höher als 8,0 Mio. €.

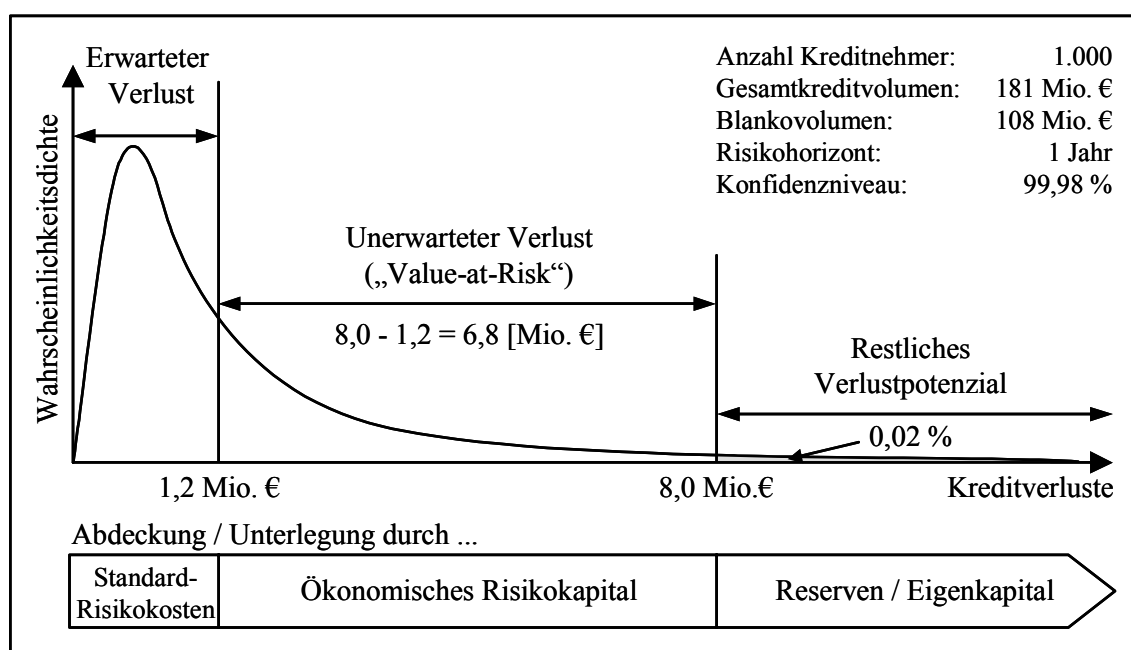


Abbildung 6: Wahrscheinlichkeitsverteilung potenzieller Kreditverluste eines für Primärgenossenschaften repräsentativen Kreditportfolios²

Dieser Maximalverlust spaltet sich in den erwarteten und den unerwarteten Verlust auf. Ersterer beläuft sich im Beispielfortfolio auf 1,2 Mio. €, was einem Standard-Risikokostensatz von 0,66 % entspricht. Der auch als **Value-at-Risk (VaR)** bezeichnete unerwartete Verlust beträgt 6,8 Mio. € ($8,0 - 1,2 = 6,8$ [Mio. €]) und übersteigt damit den erwarteten Verlust um den Faktor 5,7.³

¹ Vgl. Kirmße, St. (2001), S. 122.

² In Anlehnung an Kirmße, St./Schweizer, St. (2001), S. 21.

³ Die Höhe des VaR ist u. a. eine Funktion des gewählten Sicherheitsniveaus. Ein höheres Sicherheitsniveau kann nur durch einen überproportional höheren VaR „erkauft“ werden. Wird im vorliegenden Beispiel das Sicherheitsniveau auf 99 % gesenkt, führt dies zu einer deutlichen Verringerung des VaR auf 2,8 Mio. € (vgl. Kirmße, St./Schweizer, St. (2001), S. 24).

Bei der Berechnung der durch Unterlegung des VaR bedingten Eigenkapitalkosten ist zu berücksichtigen, dass mit dem Risikokapital ein Anlagenutzen erwirtschaftet wird, der dazu führt, dass der VaR-Renditeanspruch gegenüber dem CAPM-Anspruch entsprechend niedriger ist.¹ Unter Verwendung der zuvor berechneten CAPM-Rendite (13,89 %) und der Annahme, dass der Anlagenutzen der risikolosen Rendite (7,65 %) entspricht, errechnet sich ein VaR-Renditeanspruch in Höhe von 6,24 %. Bezogen auf die 6,8 Mio. € Risikokapital entspricht dies einem VaR-Ergebnisanspruch in Höhe von 0,42 Mio. €. In Relation zum Gesamtkreditvolumen errechnet sich schließlich eine **risikoadjustierte Eigenkapitalkostenspanne** von 0,23 %.

3. Empirischer Befund

Nachdem die Renditeansprüche für die Gesamtbank hergeleitet und im zweiten Schritt die Bestandteile einer kostenorientierten Sollkondition analysiert wurden, geht es nun darum, den tatsächlichen Wertbeitrag des Kreditgeschäfts zu beurteilen. Diese Analyse gewinnt vor dem Hintergrund einer sich seit einigen Jahren verschlechternden Ertragsituation der Kreditinstitute besondere Bedeutung.

Wie die in Abbildung 7 dargestellte Entwicklung der durchschnittlichen Bruttozinsspanne aller Banken in Deutschland verdeutlicht, ist eine wesentliche Ursache der Ertragsschwäche die fortschreitende **Erosion der Zinsmargen**. Zwar ist diese Entwicklung zum großen Teil auf die anhaltende Niedrigzinsphase zurückzuführen – in ihrer Nachhaltigkeit ist sie jedoch auch strukturell evident.²

¹ Vgl. Rolfes, B. (2001b), S. 19 f.

² Vgl. ebenda, S. 5.

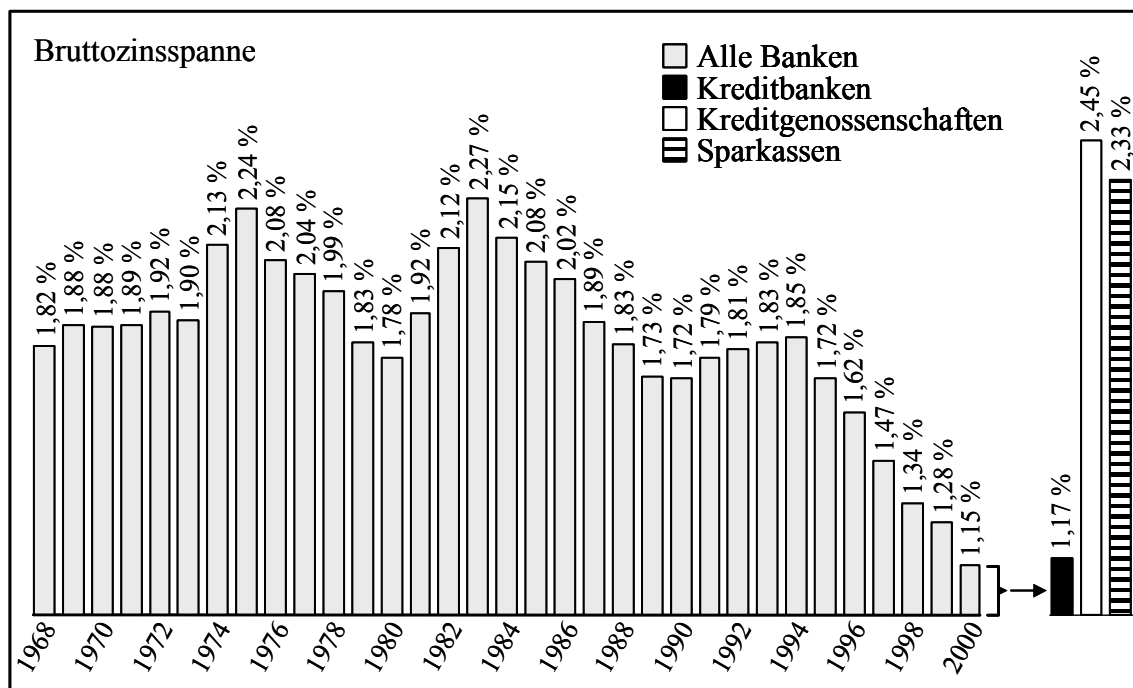


Abbildung 7: Durchschnittliche Bruttozinsspanne aller Banken in Deutschland¹

Gleichzeitig ist ein **massives Ansteigen der Risikokosten** feststellbar. Wie eine jahresabschlussorientierte Betrachtung zeigt, wird das durchschnittliche Teilbetriebsergebnis in den drei Bankensektoren Sparkassen, Kreditgenossenschaften und Kreditbanken im erheblichen Maße durch das Bewertungsergebnis aufgezehrt.

So betrug das Bewertungsergebnis in Prozent des Geschäftsvolumens in den Jahren zwischen 1995 und 2000 bei den Kreditgenossenschaften zwischen 0,35 % und 0,46 %, bei den Sparkassen zwischen 0,34 % und 0,52 % und bei den Kreditbanken zwischen 0,15 % und 0,24 %.² Die sogenannte **Verzehrquote des Teil-Betriebsergebnisses** durch das Bewertungsergebnis bewegt sich aktuell in den drei Bankensektoren zwischen 51 % und 70 % (vgl. Abbildung 8).

¹ Vgl. Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2001d), S. 15 ff. sowie selbige Publikationen der Vorjahre.

² Vgl. Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2001d), S. 15 ff. Die ermittelten Größen ergeben sich aus der GuV-Position „Abschreibungen und Wertberichtigungen auf Forderungen und bestimmte Wertpapiere sowie Zuführungen zu Rückstellungen im Kreditgeschäft“. Leistungen der jeweiligen Sicherungseinrichtungen fließen nicht mit ein.

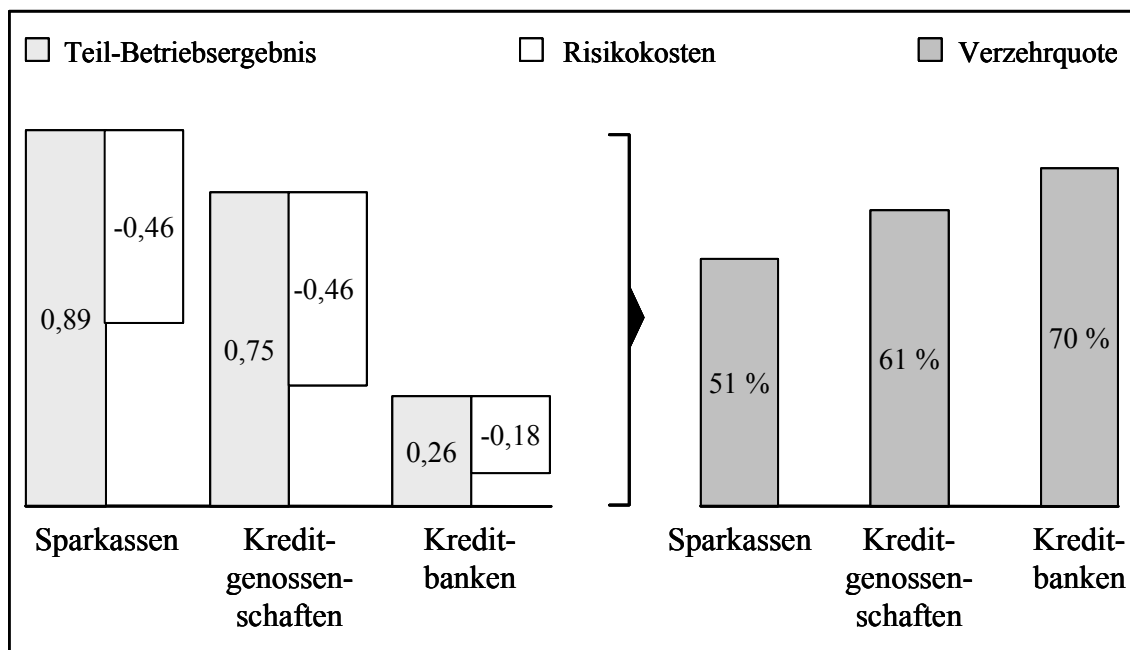


Abbildung 8: Teilbetriebsergebnis und Risikokosten der Bankensektoren (Stand: 2000)¹

Mit Hilfe einer überschlägigen Berechnung kann verdeutlicht werden, dass der **Wertbeitrag aus dem Kreditgeschäft als sehr kritisch** zu beurteilen ist (vgl. Abbildung 9). So beträgt der auf das Aktiv-Geschäft zurückzuführende Anteil am Zinsergebnis gemäß einer empirischen Untersuchung im Sparkassensektor im Durchschnitt ungefähr 30 %.² Bei einer angenommenen Bruttozinsspanne in Höhe von 2,45 %³ entspricht dies einer aktivischen Zinsspanne von 0,74 %. Durch die Multiplikation der aktivischen Zinsspanne mit dem Bilanzvolumen-/Kreditvolumen-Verhältnis (BKV) von 1,67 errechnet sich die auf das (Kunden-)Kreditvolumen bezogene Zinsmarge in Höhe von 1,23 %.⁴

Die im Berechnungsbeispiel angenommenen Risikokosten in Höhe von -0,77 % wurden aus der Bewertungsspanne der Sparkassen und Kreditgenossenschaften (-0,46 %, vgl. Abbildung 8) und dem Bilanzvolumen-/Kreditvolumen-Verhältnis (BKV) von 1,67 hergeleitet.⁵

¹ Vgl. Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2001d), S. 15 ff.

² Vgl. Rolfes, B./Schierenbeck, H./Schüller, St. (1999), S. 7 f.

³ Dies entspricht dem Maximum der drei betrachteten Bankensektoren im Jahr 2000 (vgl. Abbildung 7).

⁴ Das BKV von 1,67 ist sowohl für den Sparkassen- als auch den Kreditgenossenschaftssektor gültig (vgl. Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2002c), S. 12; eigene Berechnungen).

⁵ Vereinfachend wird die Bewertungsspanne vollständig dem Kreditgeschäft zugerechnet.

Des Weiteren wurde für die Betriebskosten ein konservativer Schätzwert in Höhe von 0,60 % (vgl. Abbildung 5), für die Eigenkapitalkosten-Spanne der berechnete Wert in Höhe von -0,23 % angenommen.

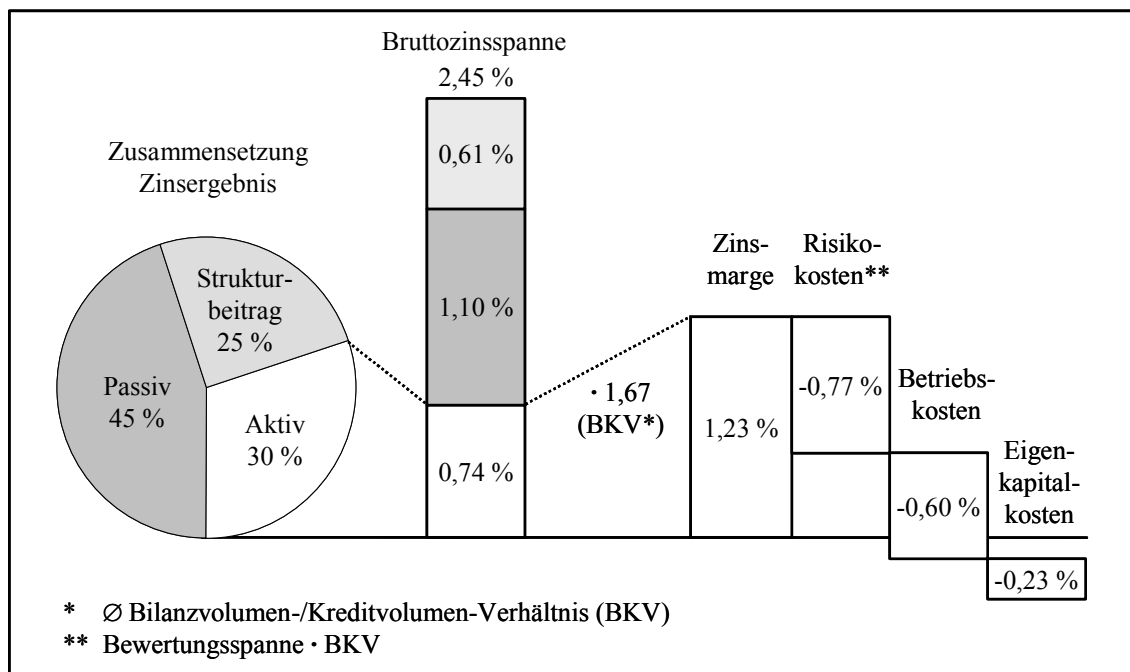


Abbildung 9: Exemplarische Berechnung der Wertbeiträge aus dem Kreditgeschäft regionaler Kreditinstitute

Als Ergebnis dieser exemplarischen, konservativen Berechnung kann festgestellt werden, dass die Erträge im Kreditgeschäft tendenziell **nicht ausreichen, um die Kosten zu decken und eine risikoadjustierte Rendite zu erwirtschaften.**

Diese Grundaussage zu den Wertbeiträgen des Kreditgeschäfts wird durch eine von der Unternehmensberatung zeb/rolfes.schierenbeck.associates durchgeführte empirische Analyse bestätigt.¹ Im Rahmen der Untersuchung wurde die Entwicklung der Wertmargen der 77 größten deutschen Sparkassen (Abbildung 10) betrachtet.² 20 % der analysierten Sparkassen erwirtschafteten im Durchschnitt des Beobachtungszeitraums eine **negative Wertmarge**. Weitere 25 % besaßen eine durchschnittliche Wertmarge kleiner als 0,5 %, was im Regelfall nicht ausreicht, um die übrigen Kosten zu decken. Nur durchschnittlich 25 % konnten eine Wertmarge größer als 1 % aufweisen.

¹ Vgl. Rolfes, B. (2001b), S. 21.

² Die Wertmarge berechnet sich als Bruttomarge abzüglich der Risikokosten. Sie muss zur Deckung der Betriebs- und Eigenkapitalkosten ausreichen.

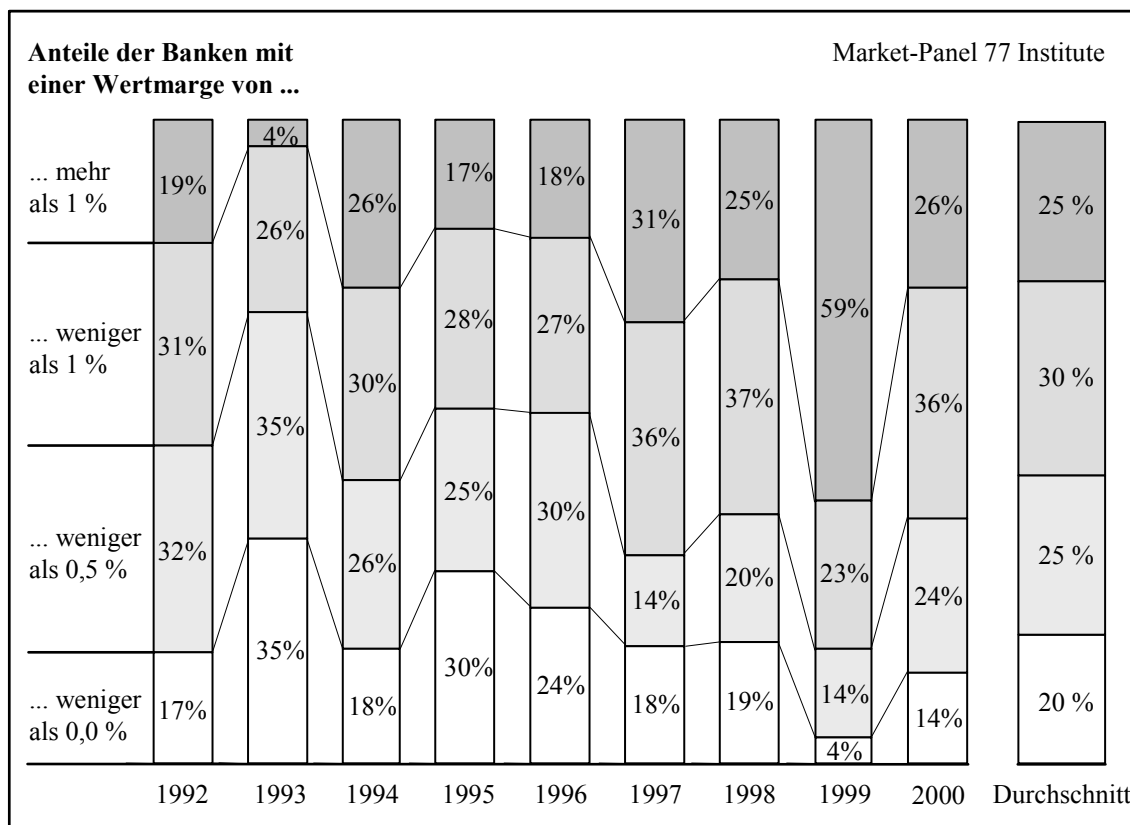


Abbildung 10: Durchschnittliche Wertmarge der 77 größten deutschen Sparkassen im Zeitvergleich¹

Im Rahmen der nachfolgenden Betrachtungen wird analysiert, welche Ursachen dazu geführt haben, dass die Wertbeiträge des Kreditgeschäfts so gering sind und welche weiteren Entwicklungen für die Zukunft zu erwarten sind.

B. Veränderungsdynamik im Firmenkundengeschäft

Ursache und Treiber der unbefriedigenden Ertragssituation im Firmenkundengeschäft ist – neben den dargestellten Implikationen der nachhaltigen Niedrigzinsphase – eine in dieser Intensität neue Veränderungsdynamik, die zu zahlreichen Verwerfungen im klassischen Firmenkundengeschäft geführt hat.

I. Veränderungen der Rahmenbedingungen

1. Die Megatrends des Strukturwandels

Seit Beginn der neunziger Jahre steht das Wirtschaftsgeschehen zunehmend unter dem Einfluss der drei dominierenden Megatrends des Strukturwandels – **Globalisierung**,

¹ Vgl. Rolfes, B. (2001b), S. 21. Die Werte für die Jahre 1999 und 2000 wurden vom zeb/-Research ergänzt.

Technologisierung und **Spezialisierung**.¹ Die Kreditwirtschaft ist diesen Veränderungsprozessen in zweifacher Weise ausgesetzt: sowohl unmittelbar als auch über ihre Kunden, die sich ebenfalls in einem dynamischen Wettbewerbsumfeld bewegen.

Die fortschreitende **Globalisierung** führt zu einer Auflösung der traditionellen Markt- und Wettbewerbsgrenzen. Insbesondere für die EU gelten mit der Schaffung des einheitlichen Wirtschafts- und Währungsraums grundlegend veränderte Rahmenbedingungen.² Neue Wettbewerber drängen aufgrund verringerter Markteintrittsbarrieren verstärkt auf die heimischen Märkte. Umgekehrt richten hiesige – bisher nur regional tätige Anbieter – ihre Aktivitäten zunehmend international aus. Die Vereinheitlichungen von Standards verstärken den Wettbewerbsdruck zusätzlich, da hierdurch die Markttransparenz und damit die Vergleichbarkeit der Angebote erhöht wird.³

Die durch Globalisierung induzierten Umwälzungen werden vom Megatrend der **Spezialisierung** begleitet. Neue Anbieter, die sich auf einzelne Produkte und/oder Kundensegmente spezialisieren, üben erheblichen Wettbewerbsdruck auf die traditionellen Anbieter aus.⁴ Ohne den „Ballast“ unrentabler und verkrusteter Geschäftsbereiche schaffen es die neuen Wettbewerber, durch Bedarfsorientierung und segmentspezifische Leistungsbündel Wettbewerbsvorteile aufzubauen. Trotz Spezialisierung besteht jedoch der Zwang zu Mindestgrößen, um die Produkt- und Leistungsbündel hinreichend wirtschaftlich erstellen zu können. Deshalb ist auch innerhalb der spezialisierten Wirtschaftszweige ein fortschreitender Konzentrationsprozess feststellbar.⁵

Die sich rasant entwickelnde **Technologisierung** ist zugleich Voraussetzung und Treiber der vorgenannten Entwicklungstrends. Global vernetzte Informations-, Kommunikations- und Transaktionssysteme begünstigen das Zusammenwachsen der Märkte und eröffnen zahlreiche Chancen für neue Wege der Marktbearbeitung. Insbesondere die „Güter“ Geld und Kapital sind aufgrund ihres immateriellen Charakters und ihrer nahezu perfekten Homogenität besser als jedes andere Produkt für die Nutzung der neuen Informationstechnologien geeignet.⁶ Die fortschreitende Technologisierung zeigt weitreichende Auswirkungen auf alle Teilprozesse der betrieblichen Leistungserstellung. Durch die zunehmende Automation können signifikante Effizienzgewinne realisiert werden. Dem stehen jedoch erhebliche Investitionskosten für die technische Infrastruk-

¹ Vgl. Rolfes, B. (2001b), S. 2.

² Vgl. Stadler, W. (2001), S. 23.

³ Vgl. Rolfes, B. (2001b), S. 2.

⁴ Vgl. Wieandt, A./Miller, A. (2001), S. 10.

⁵ Vgl. Rolfes, B. (2001b), S. 2.

⁶ Vgl. Rometsch, S. (1998), S. 262.

tur gegenüber, so dass die Rentabilitätswirkung in der Summe keineswegs eindeutig ist.¹

2. Deregulierung und Liberalisierung

Begünstigt durch die dargestellten Megatrends – jedoch auch rückkoppelnd wirkend – vollzieht sich **seit Beginn der neunziger Jahre eine nachhaltige Deregulierung und Liberalisierung** der Märkte. In Deutschland fand dieser Prozess seinen Auftakt mit der Abschaffung der Börsenumsatzsteuer im Jahre 1989. Die nächsten Meilensteine waren die 1990 vollzogene Liberalisierung des Kapitalverkehrs und die im EU-Vertrag von 1993 geregelte Niederlassungsfreiheit, die insbesondere die Finanzdienstleistungsbranche betraf. Eine weitere Erhöhung der Funktionsfähigkeit der Geld- und Kapitalmärkte wurde durch die Änderungen im Rahmen des dritten Finanzmarktförderungsgesetzes von 1994 erzielt. Auf internationaler Ebene waren für den Finanzdienstleistungssektor die in der Mitte der neunziger Jahre abgeschlossenen WTO-Verhandlungen zur Liberalisierung des internationalen Handels mit Finanzdienstleistungen von besonderer Bedeutung. Im Rahmen dieses Abkommens verpflichteten sich die 102 ratifizierenden Länder, die zusammen ca. 95 % des Handels im Finanzdienstleistungssektor auf sich vereinen, ihre Finanzdienstleistungsmärkte den einheitlichen Regeln des freien, multilateralen Welthandels zu unterwerfen.²

Ebenfalls weitreichende Konsequenzen für die Entwicklung im Firmenkundengeschäft haben die in Deutschland, Europa und vielen anderen Ländern der Welt vollzogenen **Verkäufe und Entmonopolisierungen** ehemaliger Staatsbetriebe wie z. B. im Telekommunikationssektor oder im Bereich der Brief- und Paketbeförderung. Im Umfeld solcher liberalisierten Bereiche sind dynamische Veränderungsprozesse – auch bei KMU – beobachtbar. Weitere Impulse für Deregulierung und Liberalisierung i. S. einer Entflechtung der „Deutschland AG“ sind durch das **Gesetz zur Senkung der Steuersätze und zur Reform der Unternehmensbesteuerung (Steuersenkungsgesetz)** zu erwarten, wodurch Kapitalgesellschaften von Veräußerungsgewinnen aus Beteiligungen an Kapitalgesellschaften freigestellt sind.³

3. Die neue Basler Eigenkapitalvereinbarung (Basel II)

Die erste Eigenmittelempfehlung des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht aus dem Jahre 1988 (Basel I) war ein **wichtiger Meilenstein** in der internationalen Harmonisierung der aufsichtsrechtlichen Solvabilitätsanforderungen.⁴ Es wurde eine Mindestkapi-

¹ Vgl. Duhnkrack, Th. (2001), S. 85.

² Vgl. ebenda, S. 83.

³ Vgl. Kußmaul, H./Junker, A. (2000), S. 422.

⁴ Vgl. Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2001c), S. 15 ff.

talausstattung von 8 % bezogen auf die standardisiert risikogewichteten Kreditpositionen einer Bank festgelegt.¹

Die aktuellen Vorschläge zur Novellierung der Eigenkapitalrichtlinie (Basel II), die voraussichtlich im Jahre 2006 in Kraft treten werden,² zielen darauf, die Kapitalanforderungen an Banken stärker vom ökonomischen Risiko abhängig zu machen und neuere Entwicklungen an den Finanzmärkten sowie im Risikomanagement der Institute zu berücksichtigen. Neben operationellen Risiken **widmen sich die Reformvorschläge insbesondere dem Firmenkundengeschäft.**³

Während die Kreditnehmer zur Berechnung der für Kreditengagements zu hinterlegenden Eigenmittel bisher in nur wenige Klassen eingeordnet werden (im Wesentlichen: öffentliche Kreditnehmer, Kreditinstitute, alle übrigen Kunden), soll die Eigenkapitalunterlegung künftig weniger pauschal und stattdessen **stärker bonitätsabhängig und damit risikoadäquater** ausgestaltet werden.⁴ Die Reformvorschläge sehen vor, als Bewertungsmaßstab zur Eigenmittel hinterlegung ein externes oder intern ermitteltes Rating der Kreditnehmer heranzuziehen.⁵

Obgleich die Einführung bzw. Weiterentwicklung interner Ratingverfahren erhebliche technische und personelle Ressourcen erfordert, ist eine feiner abgestufte und validere Bonitätsbeurteilung der Kreditnehmer grundsätzlich zu begrüßen. Transparenz über die Ausfallrisiken ermöglicht eine effizientere Steuerung des Kreditgeschäfts sowohl auf Gesamtbank- als auch auf Einzelgeschäftsebene. Die bewusstere Kalkulation der Risikoprämien wird im Sinne der pretialen Lenkung dazu führen, dass die knappe Ressource Eigenkapital risikoadäquater allokiert wird. In der Konsequenz können Kreditnehmer guter Bonität künftig mit niedrigeren, „schlechte“ Kreditnehmer dagegen mit höheren

¹ Im Zuge der sich ausweitenden Handelsaktivitäten der Banken wurden 1996 auch die Marktpreisrisiken von Banken (Zins- und Aktienkursrisiken des Handelsbuches, Währungsrisiken, Risiken aus Rohwarengeschäften) in die Kapitalunterlegung mit einbezogen (vgl. Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2001c), S. 15 ff.).

² Vgl. Juncker, K./Rühle, J. (2002), S. 32.

³ Vgl. Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2001c), S. 15 ff.

⁴ Vgl. Kreditanstalt für Wiederaufbau (Hrsg.) (2001b), S. 24. Darüber sollen künftig moderne Finanzinstrumente und Methoden der Kreditrisikosteuerung wie etwa Kreditderivate, Nettingvereinbarungen, der globale Einsatz von Sicherheiten, die verschiedenen Varianten der Securitization sowie Kreditrisikomodelle berücksichtigt werden (vgl. Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2001c), S. 15 ff.).

⁵ Kreditinstitute, die zur Bemessung der Eigenkapitalunterlegung interne Ratings einsetzen, müssen ab 2007 fünf Jahre historische Daten für die bankeigenen Schätzungen der Ausfallwahrscheinlichkeit vorlegen. Das Rating-Verfahren ist darüber hinaus mindestens einmal jährlich zu validieren und unterliegt nach der Anerkennung der permanenten Bankenaufsicht (vgl. Kreditanstalt für Wiederaufbau (Hrsg.) (2001b), S. 28). Eine Konkretisierung der zu erfüllenden Voraussetzungen findet sich bei Rolfes, B./Emse, C. (2000), S. 19-23.

Kreditkonditionen rechnen (vgl. Abbildung 11).¹ Durch die risikoadjustierte Spreizung der Konditionen verringert sich die Gefahr der „adverse selection“, die eine systematische Verschlechterung des Kreditportfolios zur Folge hat.²

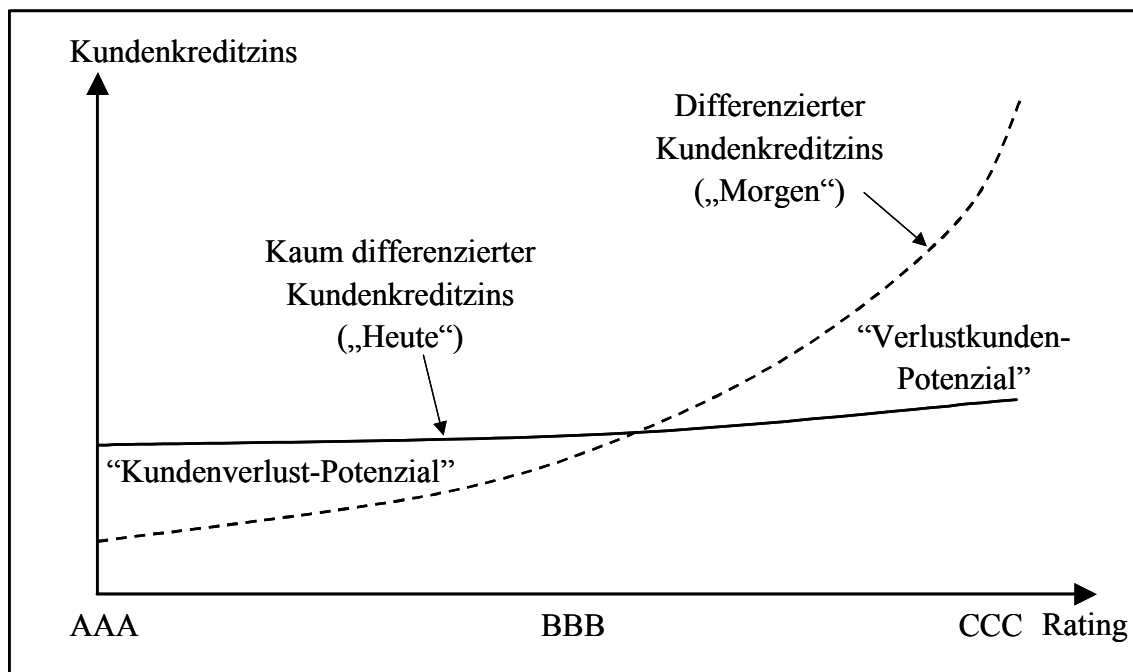


Abbildung 11: Zu erwartende Entwicklung des Kundenkreditzinses im Zuge von Basel II³

Um die Auswirkungen auf die Konditionengestaltung zu prognostizieren, können als Vergleichsbasis die am Kapitalmarkt beobachtbaren Spreads herangezogen werden. So lagen in den USA in den vergangenen Jahren die Kreditkonditionen von „sehr guten“ Kreditnehmern und solchen, die gerade noch einen „Investment-Grade“-Charakter⁴ besitzen, **bis zu 200 Basispunkte auseinander**.⁵ Für die gesamte Rating-Bandbreite, inklusive der nach Kreditvergabe als ausfallgefährdet zu bezeichnenden Kredite, werden Konditionsunterschiede von bis zu sieben Prozentpunkten erwartet.⁶

¹ Vgl. Pleister, Ch. (2001), S. 172.

² Nicht risikoadjustierte Kreditkonditionen führen dazu, dass „gute“ Risiken aufgrund zu hoher Konditionen abwandern („Kundenverlust-Potenzial“), wohingegen „schlechte“ Risiken mit zu günstigen Konditionen systematisch eingeworben werden („Verlustkunden-Potenzial“) (vgl. Akerlof, G. A. (1970), S. 488 ff; Bhidé, A. (1993), S. 33).

³ In Anlehnung an Schierenbeck, H. (1995), S. 21.

⁴ Dies entspricht bei S&P einem „BBB“-Rating und bei Moody's einem „Baa3“-Rating (vgl. Schierenbeck, H. (2001a), S. 324).

⁵ Vgl. Füsser, K. (2001), S. 4.

⁶ Vgl. Finsterer, H./Gulder, M. (2001), S. 13.

Eine entsprechende Qualität des Rating-Algorithmus vorausgesetzt, liegt es grundsätzlich an jedem Kreditnehmer selbst, sein Bonitätsurteil positiv zu beeinflussen. Es ist jedoch zu vermuten, dass den **KMU im Vergleich zu Großunternehmen tendenziell höhere Risiken zugerechnet werden**. Hierfür sprechen einerseits „weiche“ Faktoren wie etwa der mögliche Ausfall eines Managers oder etwa zu geringe Diversifizierungsgrade, aber auch diverse „harte“ Faktoren.¹ Insbesondere die im historischen und internationalen Vergleich geringe Eigenkapitalbasis des deutschen Mittelstandes ist ein schwerwiegender Malus in Bezug auf die Rating-Note.² In der Summe ist somit eher von einer Kreditverteuerung für KMU auszugehen. Basel II wird in der politisch geprägten öffentlichen Diskussion daher häufig als Synonym für eine mögliche Kreditverknappung für den deutschen Mittelstand gesehen.³

II. Nachfrageinduzierte Veränderungen

1. Unternehmensinsolvenzen

Ausgangspunkt für die Reformierungsbestrebungen bezüglich der Eigenkapitalunterlegung für Kreditgeschäfte waren nicht zuletzt die in den vergangenen Jahren **massiv angestiegenen Adressenrisiken** im Firmenkundengeschäft.

Wie in Abbildung 12 wiedergegeben, erhöhte sich die **Anzahl der Insolvenzen** (Unternehmen und freie Berufe) in den alten Bundesländern von 1960 bis zum Jahr 2001 um 854 % auf 22.500 Fälle. In den neuen Bundesländern und Berlin-Ost war von 1991 an – bedingt durch die besonderen strukturellen Rahmenbedingungen – ein noch rasanterer Anstieg der Insolvenzen zu verzeichnen.

¹ Vgl. Kreditanstalt für Wiederaufbau (Hrsg.) (2000a), S. 27.

² Siehe hierzu ausführlich Kapitel B. II. 2.

³ Vgl. Stummer, F./Nolte, B. (2001), S. 381.

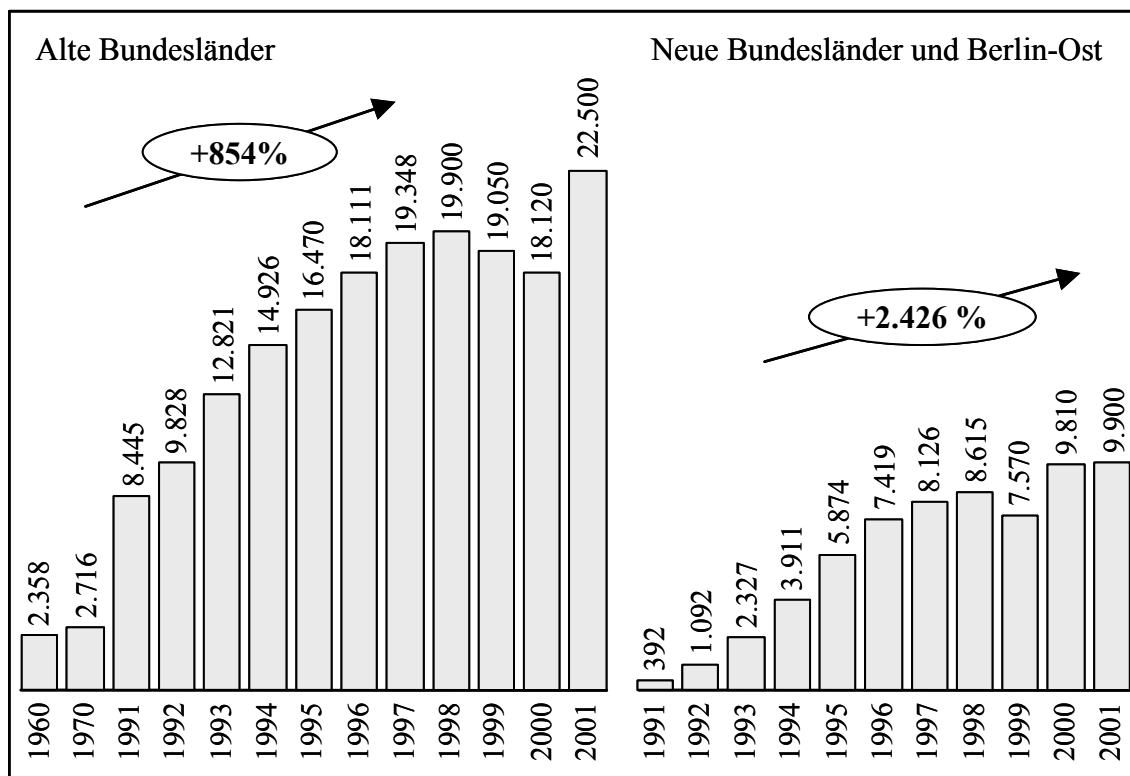


Abbildung 12: Insolvenzentwicklung von Unternehmen einschließlich freier Berufe¹

Die Entwicklung der Insolvenzen und damit hoch korrelierend die der Ausfallquoten im Firmenkundengeschäft ist auf **makroökonomische Faktoren** zurückzuführen, die sich dem Einflussbereich der Banken entziehen.² Aufgrund der fortschreitenden Entkopplung von Insolvenzentwicklung und Konjunkturverlauf ist davon auszugehen, dass die Ausfallquote zunehmend unter dem Einfluss struktureller Determinanten steht.³ Neben den dargestellten Megatrends des Strukturwandels sind in diesem Kontext als wesentliche Einflussgrößen die Entwicklung von der Industrie- zur Dienstleistungsgesellschaft sowie – in den neuen Bundesländern – der Übergang von einer Zentralverwaltungs- zu einer Marktwirtschaft zu nennen.⁴

Mit Blick auf die stark angestiegene Insolvenzquote und vor dem Hintergrund des sich rasant vollziehenden Strukturwandels gewinnt die Eigenkapitalausstattung der Firmenkunden als Risikopuffer besondere Bedeutung.⁵

¹ Quelle: Statistisches Bundesamt (Hrsg.) (2002).

² Vgl. Schüller, St. (1997), S. 175.

³ Vgl. Flesch, J. R. (1995), S. B 9.

⁴ Vgl. Priewasser, E. (1994), S. 127.

⁵ Zu den Funktionen des Eigenkapitals siehe ausführlich Kapitel C. III. 1.

2. Finanzierungsstrukturen

Dem deutschen Mittelstand wird in der Literatur und in der öffentlichen Diskussion regelmäßig eine **zu geringe Eigenkapitalbasis** attestiert.¹ Von einer generellen Eigenkapitallücke zu sprechen ist jedoch problematisch, da für die Eigenkapitalquote keine allgemein gültige Mindesthöhe vorgegeben werden kann.² Der Eigenkapitalbedarf schwankt je nach Branche, Unternehmensgröße, -lebensphase und -risiko.³

Tatsache ist jedoch, dass deutsche Unternehmen im **internationalen Vergleich** eine sehr niedrige Eigenkapitalquote aufweisen. Zwar sind solche Vergleiche stets mit Unschärfen verbunden, da sich z. B. die Eigenkapitalbegriffe und die Bewertungs- und Abschreibungsverfahren sowie auch die Größenstrukturen in den jeweiligen Branchen international unterscheiden, dennoch liefern sie eine nahezu eindeutige Aussage.⁴

So zeigt der Vergleich der durchschnittlichen Eigenkapitalquote zwischen ausgewählten Industrienationen, dass deutsche Unternehmen die **mit Abstand niedrigste Eigenkapitalquote** besitzen (vgl. Abbildung 13).⁵ Sie hat sich von über 25 % Anfang der 70er Jahre stetig verringert und liegt nunmehr relativ konstant bei ungefähr 18 %.⁶ Demgegenüber besitzen die Unternehmen aus den USA zum Ende des Vergleichszeitraums mit 48,4 % eine gut 2,6fach so hohe Eigenkapitalausstattung.

¹ Vgl. Mendel, M. (2001), S. 38; Wittneben, D. (1997), S. 28-30; Breuer, R.-E. (1997), S. 324 ff.

² Vgl. Schneider, D. (1986), S. 2293 ff.; Boehm-Bezing, Ph. von (1998), S. 66 f.

³ Vgl. Schierenbeck, H. (1973), S. 46-48.

⁴ Vgl. Schefczyk, M. (2000), S. 15.

⁵ Die Auswahl der Nationen und des Unternehmenssektors trägt der Vergleichbarkeit hinsichtlich Höhe der Bilanzsummen und Abgrenzung des Eigenkapitals Rechnung (vgl. Schefczyk, M. (2000), S. 14 f.).

⁶ Die Eigenkapitalquote im Sektor produzierendes Gewerbe, Handel und Verkehr entspricht nahezu dem Durchschnittswert aller deutschen Unternehmen (1997: 18,2 %, 1998: 18,7 %, vgl. Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2001b), S. 40).

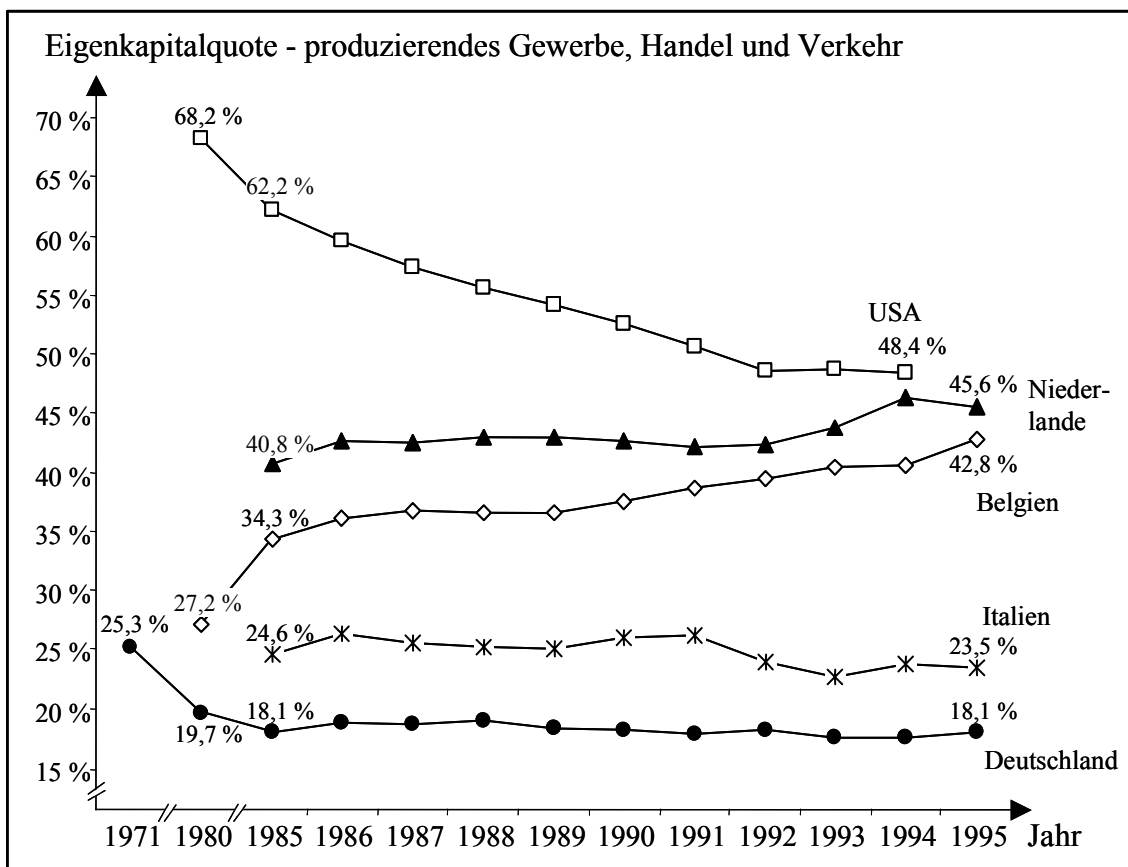


Abbildung 13: Eigenkapitalquote ausgewählter Industrienationen im Zeitvergleich¹

Bei KMU liegt die Eigenkapitalausstattung zum Teil erheblich unter dem Durchschnittswert aller Unternehmen. Eine nach Umsatzgrößenklassen gestaffelte Analyse der Eigenkapitalquote zeigt die signifikante Tendenz, dass die **Eigenkapitalquote mit abnehmender Unternehmensgröße sinkt** (vgl. Abbildung 14).² Während die Großunternehmen im Durchschnitt eine Eigenkapitalquote von 26,4 % besitzen, fällt sie bei kleinen Unternehmen auf bis unter fünf Prozent ab.

¹ Vgl. Schefczyk, M. (2000), S. 15.

² Vgl. Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2001f), S. 14. Aus Vergleichsgründen wurde die Branche wie im internationalen Vergleich ausgewählt. Eine Größenklassendifferenzierung für die Gesamtheit aller Unternehmen ist in den Angaben der Deutschen Bundesbank nicht enthalten.

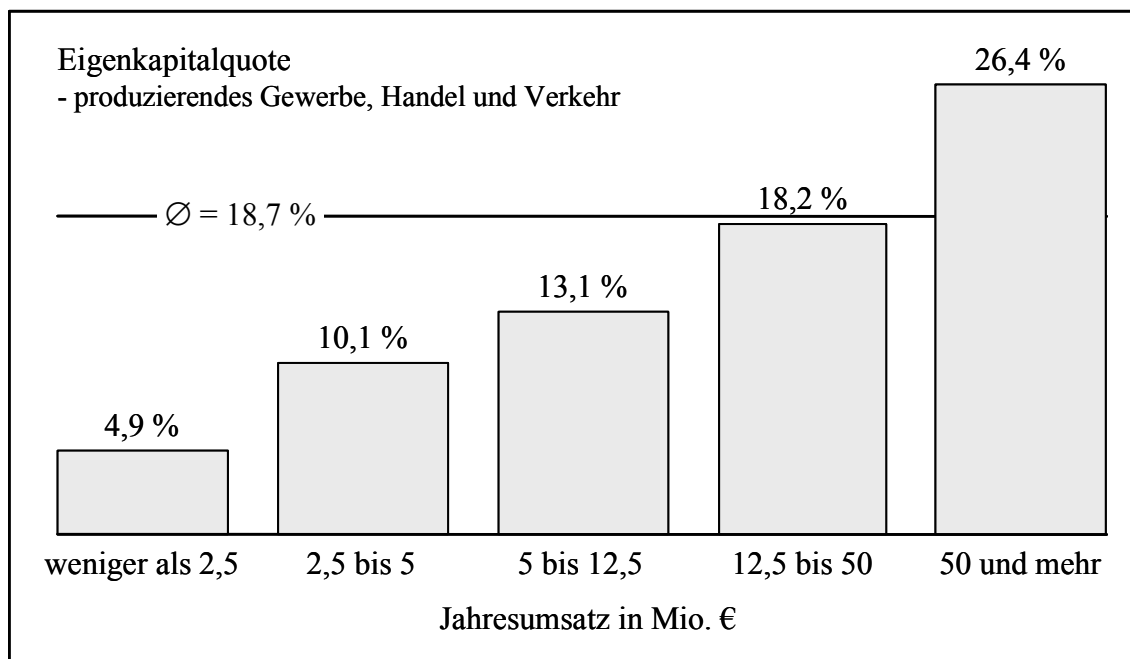


Abbildung 14: Eigenkapitalquote im Sektor „Produzierendes Gewerbe, Handel und Verkehr“ differenziert nach Umsatzgrößenklassen (Stand: 1998)¹

Eine Analyse der Creditreform zur Eigenkapitalausstattung des Mittelstandes kommt zu dem Ergebnis, dass der Anteil von mittelständischen Unternehmen mit einer Eigenkapitalquote **geringer als 10 % auf 39,4 %** gestiegen ist (2000: 36,4 %). Eine solide Eigenkapitalquote von **über 30 % besitzen demgegenüber lediglich 14,6 %** der mittelständischen Unternehmen (2000: 18,3 %).²

Maßgebliche Ursachen der geringen Eigenkapitalbasis deutscher Unternehmen waren in der Vergangenheit zum einen die **hohe steuerliche Belastung der Gewinnthesaurierung**, zum anderen der als unterdurchschnittlich zu bezeichnende **Entwicklungsstand der deutschen Börsenlandschaft**.³ Mit der Reform des Steuerrechts und der sich sukzessive entwickelnden Aktienkultur sind grundsätzlich die Weichen für eine bessere Eigenkapitalausstattung der Wirtschaft gestellt.⁴ Auch die – im Rahmen dieser Arbeit noch detaillierter darzustellende – Entwicklung des Private-Equity-Marktes leistet einen Beitrag für eine bessere Eigenkapitalversorgung.⁵

¹ Quelle: Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2001f), S. 14. Die ursprünglich in DM abgegrenzten Umsatzgrößenklassen wurden zur Vereinfachung mit einem gerundeten Verhältnis von 1 € = 2 DM umgerechnet.

² Vgl. Verband der Vereine Creditreform e. V. (Hrsg.) (2001), S. 26 f.

³ Vgl. Heinke, E. (1999), S. B 3; Finsterer, H./Gulder, M. (2001), S. 10.

⁴ Vgl. Finsterer, H./Gulder, M. (2001), S. 10.

⁵ Siehe hierzu ausführlich 2. Teil: C.

3. Nachfrageverhalten

Das sich rasant verändernde Wettbewerbsumfeld der Firmenkunden spiegelt sich in einem deutlich veränderten Nachfrageverhalten wider. Konsequenz und Ausdruck dieses Wandels ist die fortschreitende **Disintermediation** im Finanzdienstleistungssektor.

Begünstigt durch die Megatrends des Strukturwandels ist eine breite **Sophistizierung** des Mittelstands feststellbar.¹ In der Folge zeigen sich Firmenkunden bei der Produktnachfrage besser informiert und dementsprechend qualitäts- und preisbewusster. Die Auswahl des finanzwirtschaftlichen Partners erfolgt immer häufiger auf der Basis einer vorherigen Präsentation des Leistungsangebots.²

Angesichts des Strukturwandels gewinnen individuelle und maßgeschneiderte Problemlösungen für die Firmenkunden zunehmend an Bedeutung, so dass die Produktnachfrage insgesamt heterogener wird.³ Bei Standardprodukten (Commodities) wird dagegen im Sinne eines Hygienefaktors vorausgesetzt, dass diese zu Marktkonditionen und ubiquitär, d. h. jeder Zeit und über jeden Vertriebskanal verfügbar sind.⁴ In der Summe führen die verschiedenen Entwicklungstrends zu einer abnehmenden Kundenloyalität und damit zur einer **Erosion des Hausbankprinzips**.

Die wohl weitreichendste und noch an Dynamik gewinnende Veränderung des Nachfrageverhaltens vollzieht sich beim klassischen Bankkredit. Bis Ende der achtziger Jahre erfolgte die Unternehmensfinanzierung nahezu ausschließlich durch Bankkredite.⁵ Dies lässt sich einerseits auf die in Deutschland sehr gläubigerfreundlichen rechtlichen Rahmenbedingungen zurückführen.⁶ Andererseits mangelte es aber auch an adäquaten Finanzierungsalternativen. Der kontinentaleuropäische Kapitalmarkt war in der Vergangenheit nur schwach entwickelt, da es nur wenige große institutionelle Kapitalanleger – wie die Pensionsfonds in den USA und Großbritannien – gab, die ein entsprechendes Kapitalangebot hätten bereitstellen können.⁷

¹ Vgl. Wieandt, A./Miller, A. (2001), S. 8; Mang, Th. (2001b), S. 16.

² Vgl. Rolfes, B. (2001b), S. 5.

³ Vgl. Wieandt, A./Miller, A. (2001), S. 8 ff.

⁴ Vgl. Rometsch, S. (1998), S. 262.

⁵ Vgl. Duhnkrack, Th. (2001), S. 82.

⁶ Unter solchen gläubigerfreundlichen Voraussetzungen kann die mit dem Hausbankprinzip einhergehende Gläubigerkonzentration einen Beitrag dazu leisten, Informationsasymmetrien abzubauen und damit die Kosten der Finanzierung zu verringern (vgl. Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (1999), S. 35).

⁷ Vgl. IKB Deutsche Industriebank AG (Hrsg.) (2001), S. 3.

Mit der Einführung des Euros, der Entwicklung des Euro-Kapitalmarktes und dem fortschreitenden Umbau der Alterssicherungssysteme vergrößert sich das Finanzierungsspektrum jedoch nachhaltig.¹ Viele Unternehmen gehen dazu über, ihre traditionellen Buchforderungen in Form handelbarer Wertpapiere wie Commercial Papers und Asset-backed Securities zu verbriefen und direkt am Kapitalmarkt zu platzieren.² Insbesondere "bessere" Schuldner werden verstärkt als Emittenten erwartet.³ Diese auch als **Securitization** bezeichnete Verbriefung hat eine geringere Inanspruchnahme von Bankkreditprodukten zur Folge.⁴ Während in Deutschland noch rund 80 % der Fremdfinanzierungen durch Banken abgewickelt werden und lediglich 20 % über den Kapitalmarkt, verhält es sich in den USA nahezu umgekehrt.⁵ Unter der Annahme einer vollständigen Angleichung der Finanzierungsstrukturen an US-amerikanische Verhältnisse errechnet sich für das klassische Kreditgeschäft eine Substitutionsgefahr von bis zu 75 % des Kreditvolumens.

Für das Firmenkundensegment (im Sinne der Arbeitsdefinition) ist dieses Extrem-szenario mittelfristig noch unrealistisch, da Finanzierungen, etwa über den Euro-Rentenmarkt, erst ab einem Emissionsvolumen von gut 50 Mio. € wirtschaftlich zu rechtfertigen sind (Cost-of-Access-These).⁶ Der klassische Bankkredit wird daher für KMU auch künftig eine dominierende Bedeutung besitzen.⁷ Dennoch ist bereits die sukzessive Substitution für die Kreditinstitute problematisch. Mit dem **Wegbrechen insbesondere erstklassiger Adressen** verschlechtert sich die Struktur des verbleibenden Kreditportfolios hinsichtlich Ausfallrisiken, Erlöspotenzialen und Losgrößen.⁸

Die Substitutionseffekte zu Lasten der klassischen Bankkredit-Finanzierung vollziehen sich nicht nur zwischen den verschiedenen Quellen der Fremdkapitalfinanzierung. Mit der Reform der steuerlichen Rahmenbedingungen sowie der sich entwickelnden Aktienkultur (vgl. vorheriger Abschnitt B. II. 2.) sind die Grundvoraussetzungen für eine Erhöhung der Eigenkapitalquote der mittelständischen Wirtschaft gegeben. Der durch den Strukturwandel tendenziell steigende Kapitalbedarf der Firmenkunden und die zu erwartende Kreditverteuerung (Basel II) werden dem Trend der **Equitization** zusätzli-

¹ Vgl. Stadler, W. (2001), S. 23-25.

² Vgl. Fahrholz, B. (1998), S. 9 f.

³ Erstklassige Industrieadressen mit entsprechendem Rating können sich am Kapitalmarkt zum Teil günstiger finanzieren als Kreditinstitute (vgl. Duhnkrack, Th. (2001), S. 85).

⁴ Vgl. Schierenbeck, H./Hölscher, R. (1998), S. 622-625; Greenspan, A. (1995), S. 59.

⁵ Vgl. Schüller, St. (2001), S. 68.

⁶ Vgl. Mang, Th. (2001a), S. 2; Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (1999), S. 41.

⁷ Vgl. Schüller, St. (2001), S. 68.

⁸ Vgl. Duhnkrack, Th. (2001), S. 85.

chen Auftrieb verschaffen, da sich die mittelständische Wirtschaft zwingend neue Finanzierungsquellen erschließen muss.¹

III. Angebotsinduzierte Veränderungen

1. Shareholder-Value-Orientierung

Der erstmals Ende der achtziger Jahre von Rappaport vorgestellte Shareholder-Value-Ansatz gewinnt in der theoretischen Diskussion und der praktischen Anwendung auch im Bankensektor zunehmend an Bedeutung.² Oberste Zielgröße dieses Konzepts ist der Unternehmenswert bzw. genauer der Wert (Value) für die einzelnen Anteilseigner (Shareholder).³ Börsennotierte Unternehmen sehen sich bereits seit einigen Jahren mit einem wachsenden Anspruch der Aktionäre konfrontiert, alle unternehmerischen Tätigkeiten auf die **Steigerung des Unternehmenswertes** auszurichten. Getragen und verstärkt wird diese Entwicklung durch die Veränderungen der wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Rahmenbedingungen:⁴

- Die neuen Informationstechnologien führen – insbesondere bei der jüngeren Generation – zu einem verbesserten Informationsgrad, der sich in einem höheren **Renditebewusstsein** widerspiegelt.⁵
- Mit dem Abbau staatlicher Hilfen und der Förderung der privaten Vorsorge rücken **Kapitalmarktanlagen** wie Aktien und Investmentfonds in den Vordergrund.⁶
- Das **Geldvermögen pro Haushalt** und der **Einkommensanteil aus Kapitalanlagen und Vererbung** haben in den vergangenen Jahren stark zugenommen.⁷
- Die Aktionärsrechte konzentrieren sich verstärkt bei **Fondsgesellschaften und anderen institutionellen Anlegern**. Diese machen ihren Einfluss immer häufiger direkt bei den börsennotierten Unternehmen geltend.

¹ Vgl. Tippelskirch, A. von (2001), S. B 8.

² Vgl. Schierenbeck, H. (1998), S. 13.

³ Vgl. Rappaport, A. (1995), S. 1-13. Für den Anteilseigner kann auch eine Kapitalausschüttung oder aber auch ein Aktienrückkaufprogramm wertmaximierend sein, ohne dass sich dadurch der Unternehmenswert in der Summe erhöhen muss.

⁴ Vgl. Rolfes, B. (2001b), S. 7.

⁵ Vgl. Wöhle, C. B. (1999), S. 63.

⁶ Der Anteil der Aktionäre und Fondsbesitzer in Deutschland ist von 6,8 % im Jahre 1988 auf 15,2 % im Jahre 1999 angestiegen (vgl. Deutsches Aktieninstitut e. V. (Hrsg.) (2002). Diese Daten können im Internet abgefragt werden unter der URL: <http://www.dai.de>).

⁷ Das durchschnittliche Geldvermögen pro Haushalt hat sich seit 1980 von ca. 30.000 € auf ca. 77.000 € mehr als verdoppelt (vgl. Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2001e), S. 27; eigene Berechnungen; Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (1994b), S. 61; Statistisches Bundesamt (Hrsg.) (2001), S. 63 sowie entsprechende Jahrbücher der vorangegangenen Jahre).

- Durch die Globalisierung der Kapitalströme und die Vereinheitlichung von Standards erhöht sich die **Transparenz und Vergleichbarkeit der Unternehmen**.

Der sich verschärfende **Wettbewerb um Eigenkapital** setzt sich innerhalb der Unternehmen fort. Eigenkapital wird zum knappen Produktionsfaktor, der möglichst effizient allokiert werden muss. Nur Geschäftsfelder, welche eine angemessene risiko-adjustierte Rendite erzielen, erhöhen den Shareholder-Value und rechtfertigen damit ihre Dotierung.

Der Wert eines Unternehmens bzw. eines Geschäftsfeldes berechnet sich theoretisch durch **Diskontierung der zukünftigen freien Cashflows** mit dem **Renditeanspruch des Kapitalmarktes** (vgl. Abbildung 15).¹

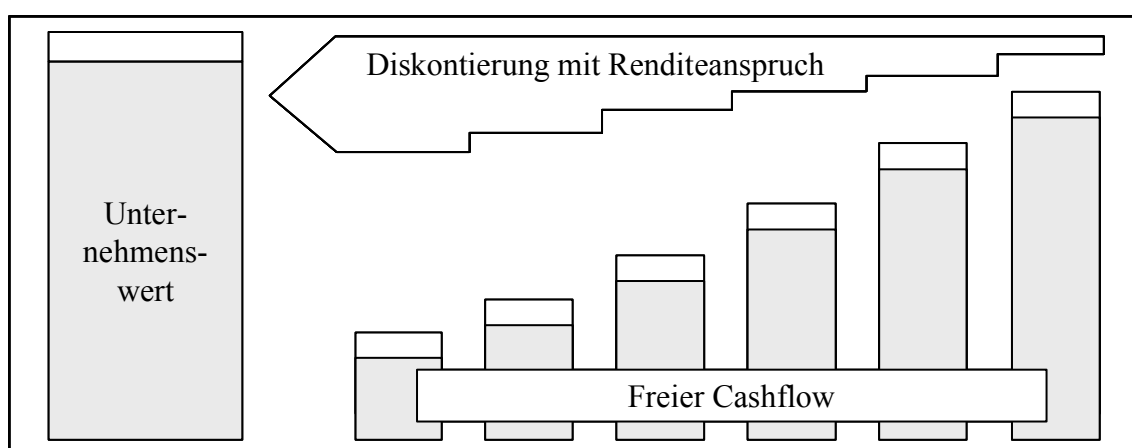


Abbildung 15: Berechnung des Unternehmenswertes im Shareholder-Value-Konzept²

Die Höhe des zu verwendenden Diskontierungssatzes hängt maßgeblich von der Höhe des von den Investoren übernommenen Risikos ab.³ Dem Shareholder-Value-Ansatz folgend kann eine Steigerung des Unternehmenswertes einerseits – bei gegebener Cashflow-Struktur – durch eine **Verringerung des Risikos** erreicht werden, andererseits – bei gegebener Risikostruktur – durch eine **Erhöhung des freien Cashflow**. Letztlich wird nur die gleichzeitige Optimierung beider Parameter zu einer Maximierung des Unternehmenswertes führen.⁴

¹ Vgl. Rolfes, B. (2001b), S. 9 f.

² Entnommen aus Rolfes, B. (2001b), S. 10.

³ Die vom Kapitalmarkt geforderte Eigenkapitalrendite kann – wie im Kapitel A. III. 1. b) dargestellt wurde - mit Hilfe des CAPM-Modells ermittelt werden. Für einen Überblick über alternative Verfahren siehe Schierenbeck, H./Lister, M. (2001), S. 92-100.

⁴ Vgl. Schierenbeck, H./Lister, M. (2001), S. 177.

Vor dem Hintergrund dieser Überlegungen wird deutlich, dass die **Möglichkeiten zur Steigerung des Unternehmenswertes** im klassischen Firmenkundengeschäft **begrenzt** sind. Die derzeitigen Kreditkonditionen im Firmenkundengeschäft sind das Ergebnis eines zu einem reinen Preiswettkampf degenerierten Wettbewerbs.¹ Eine Erhöhung des freien Cashflow aus dem klassischen Kreditgeschäft erscheint auch im Vorfeld von Basel II nur schwer realisierbar. Gleichzeitig verringert sich der dem Firmenkundengeschäft zuzurechnende Vermögenswert dadurch, dass sich die vom Kapitalmarkt vorgegebene risikoadjustierte Renditeerwartung aufgrund der zunehmenden Diskontinuitäten im Firmenkundengeschäft erhöht.

2. Konzentration und neue Anbieter

Die fortschreitende Unternehmenskonzentration ist im Finanzdienstleistungssektor mit besonderer Deutlichkeit feststellbar. So verringerte sich die Anzahl der Kreditinstitute in Deutschland in etwas mehr als 40 Jahren von 13.259 Kreditinstituten im Jahre 1960 um 10.596 auf 2.663 Kreditinstitute im ersten Halbjahr 2001.² Dies entspricht einem Rückgang um 80 % (vgl. Abbildung 16). Die gemessen am Geschäftsvolumen 20 größten deutschen Banken vereinen mittlerweile einen Anteil von 87 % des gesamten Geschäftsvolumens auf sich. 1975 lag ihr Anteil noch bei 41 %.³ Für die Zukunft ist eine Fortsetzung des Konzentrationsprozesses zu erwarten. Maßgebliche Treiber sind die notwendigen **Investitionen in Know-how und Technik** und die **Synergiepotenziale** größerer Unternehmenseinheiten.

Gemäß einer Studie der Unternehmensberatung AT Kearny zur Entwicklung im **Genossenschaftssektor** und eines darauf basierenden Strategiepapiers soll sich die Anzahl der Kreditgenossenschaften von 2.256 Instituten im Jahre 1998 innerhalb von 10 Jahren durch Unternehmenszusammenschlüsse auf **800 Institute** reduzieren.⁴ Diese Vorgaben erscheinen nicht unrealistisch, da der Entwicklungspfad der Zusammenschlüsse seit der Veröffentlichung bereits übertroffen wurde.⁵

Eine von dem Bankhaus Sal. Oppenheim zur Entwicklung im **Sparkassensektor** veröffentlichte Studie prognostiziert eine Entwicklung, wonach von den 561 Sparkassen-Instituten (Stand: August 2001) langfristig durch Fusionen lediglich noch **100 Institute**

¹ Vgl. Rometsch, S. (1998), S. 264.

² Vgl. Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2001h), S. 6.

³ Vgl. o. V. (2001b), S. 596 f.; Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2001h), S. 6; Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (1980), S. 12*; o. V. (1976), S. 468 ff.

⁴ Vgl. o. V. (1999), S. 1.

⁵ Zum Jahresende 2001 beträgt die Anzahl der Kreditgenossenschaften 1.619 Institute (vgl. Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2002b), S. 24).

verbleiben werden.¹ Als zusätzliche treibende Kraft der Konsolidierung ist hier der **Wegfall der Gewährträgerhaftung** im Jahre 2005 zu nennen.²

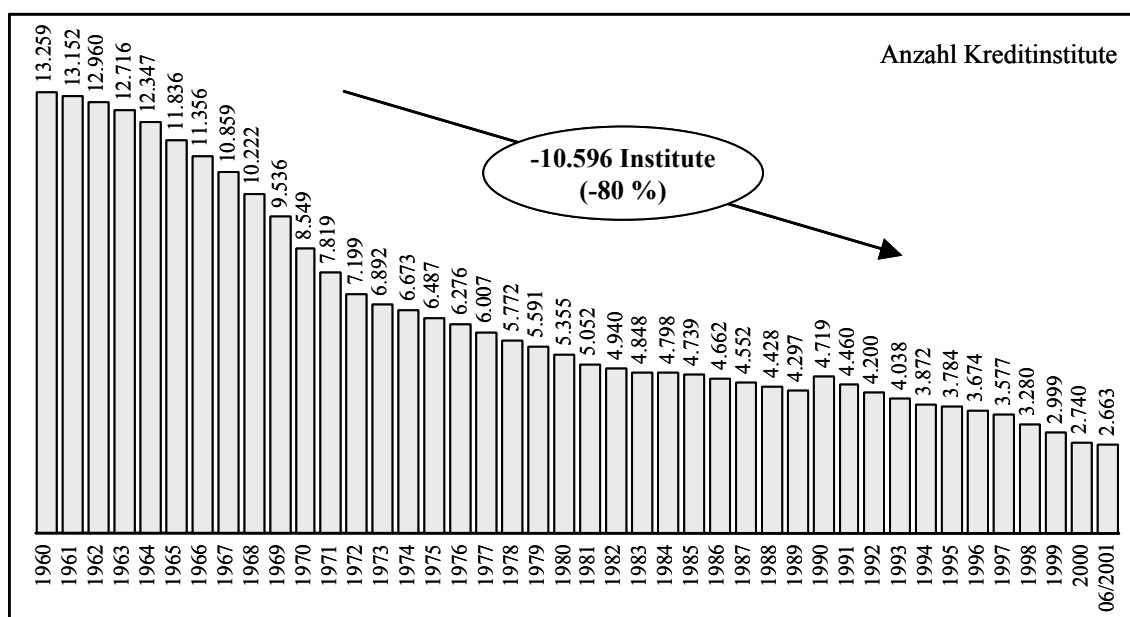


Abbildung 16: Anzahl der Kreditinstitute in Deutschland im Zeitvergleich³

Neben der Unternehmenskonzentration ist der Megatrend der Spezialisierung für die Entwicklung im Finanzdienstleistungssektor prägend. Neue nationale und internationale Wettbewerber auch aus dem **Non- und Nearbanks-Bereich** konzentrieren sich insbesondere auf lukrative Geschäftsbereiche, während sie die margenschwachen und kostenintensiven Produkte den Universalbanken überlassen.⁴ Traditionelle Markt- und Wettbewerbsgrenzen verlieren zunehmend an Bedeutung.

Insbesondere **amerikanische Investmentbanken** wie Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley Dean Witter drängen aggressiv auf den deutschen Markt.⁵ Dabei richtet sich die Marktbearbeitungsstrategie zunächst auf Großunternehmen, zunehmend jedoch auch auf den Mittelstand. Das für Deutschland oftmals angeführte Nachfolgeproblem

¹ Vgl. Sal. Oppenheim jr. & Cie. KGaA (Hrsg) (2001). Diese Daten können im Internet abgefragt werden unter der URL: <http://www.oppenheim.de/channel/presse/veroeffentlichungen.htm>.

² Vgl. ebenda.

³ Quelle: Deutsche Bundesbank, Bankenstatistik div. Jahrgänge.

⁴ Vgl. Schüller, St. (2001), S. 67; Mang, Th. (2001b), S. 16.

⁵ Vgl. Wieandt, A./Miller, A. (2001), S. 10.

der KMU¹ sowie die Steuerbefreiung auf Beteiligungsverkäufe lassen den deutschen Mittelstand als den Wachstumsmarkt für das Investment Banking erwarten.²

3. Leistungsspektrum

Das klassische Firmenkundengeschäft war über Jahre die „Königsklasse“ der Universalbanken.³ Dank positiver wirtschaftlicher Rahmenbedingungen und ausreichender Margen bestanden über lange Zeit kaum Handlungsnotwendigkeiten für die Banken. Wie dargestellt, haben sich die Rahmenbedingungen jedoch grundlegend geändert, so dass **Anpassungen im Leistungsangebot zwingend erforderlich** werden. Die Volumenorientierung der Vergangenheit ist angesichts der Margenerosion und der steigenden Ausfallrisiken die Problemquelle der Gegenwart.

Die klassischen Bankkredite als Kern des Firmenkundengeschäfts sind heute als Standardprodukte einzustufen. Die „Produktion“ und die Ausgestaltung des Marketing-Mixes bieten nur begrenzte Möglichkeiten, sich im subjektiven Wahrnehmungsfeld der Kunden von den Wettbewerbern zu differenzieren.⁴ Aufgrund des Commodity-Charakters rückt der Preis als kaufentscheidendes Kriterium in den Vordergrund. Erhöhte Markttransparenz und abnehmende Kundenloyalität erlauben es den Kreditinstituten nicht, in der Konditionengestaltung deutlich über dem Marktniveau zu liegen. Forciert wird der **Preiswettbewerb** darüber hinaus durch drei Faktoren:

- Im Gegensatz zu den Privatbanken agieren Sparkassen und Kreditgenossenschaften aufgrund ihrer Eigentümerstruktur oftmals mit einem relativ niedrigen, **nicht risikoadjustierten Renditeanspruch**.⁵
- Viele Kreditinstitute sind mittlerweile **zwingend darauf angewiesen**, mit Standardleistungen Erträge zu generieren, seien sie auch noch so gering.⁶
- Der tatsächliche Wertbeitrag des Firmenkundengeschäfts bleibt häufig aufgrund **unzureichender Controllingsysteme** verborgen.⁷

Angesichts der begrenzten Ertragsmöglichkeiten, signifikant gestiegener Ausfallrisiken und einer wachsenden Anspruchshaltung der Kapitalgeber erscheint der **teilweise**

¹ Vgl. Merk, S. (2001), S. 41 f.; Klaus, A. (2001), S. 14 ff.

² Vgl. Kußmaul, H./Junker, A. (2000), S. 422.

³ Vgl. Schüller, St. (2001), S. 64.

⁴ Vgl. Rolfes, B. (2001b), S. 3.

⁵ Vgl. Wieandt, A./Miller, A. (2001), S. 8; Mendel, M. (2001), S. 38.

⁶ Vgl. Rometsch, S. (1998), S. 264.

⁷ Vgl. Schierenbeck, H. (2001c), S. 189.

Rückzug einiger Institute aus dem klassischen Kreditgeschäft verständlich.¹ Aktuelle Untersuchungen zu den Finanzierungsmöglichkeiten des Mittelstandes führen zu dem Ergebnis, dass die Neuausrichtung des Angebots bereits im Gange ist. Demnach beklagt mindestens ein Viertel der befragten Unternehmen die Auswirkungen einer restriktiveren Kreditvergabepolitik.²

Während klassische Finanzierungsangebote sukzessive eingeschränkt bzw. modifiziert werden, rücken **neue Dienstleistungsangebote** in das Leistungsspektrum im Firmenkundengeschäft, die der steigenden Heterogenität der Kundenbedürfnisse Rechnung tragen. Darin besteht eine Chance, einen Weg aus der Ertragskrise zu finden, denn Spezialdienstleistungen, die einen erkennbaren wertschöpfenden Kundennutzen schaffen, werden mit entsprechenden Preisspielräumen honoriert.³ Basis- und Standarddienstleistungen fungieren dabei oftmals als Türöffner für die attraktiven Zusatzgeschäfte.⁴

Beispiele für solche Spezialdienstleistungen sind das Währungs-Management, das Zins- (Risiko-)Management, das Asset-Management oder aber auch die unter dem Sammelbegriff des „Corporate Finance“ subsumierten Dienstleistungen rund um die Bilanz des Firmenkunden.⁵ Das letztere Dienstleistungsangebot umfasst – zumindest in der Vermittlerfunktion – auch die nachfolgend vorzustellende Finanzierungsform PE.

C. Private Equity als strategische Option

I. Grundüberlegungen zur Rentabilisierung des Firmenkundengeschäfts

1. Exit-Strategie vs. Repositionierung

Angesichts der unbefriedigenden Wertbeiträge des Firmenkundengeschäfts sowie der dargestellten nachhaltigen Veränderungsdynamik ist ein **enormer Handlungsbedarf** zu konstatieren. Dieser kulminiert zunächst in der strategischen Grundsatzfrage, ob das Firmenkundengeschäft durch eine Repositionierung in veränderter Form aufrecht zu erhalten ist oder ob ein Marktaustritt eventuell die bessere Alternative darstellt.

Für eine **Exit-Strategie** spricht grundsätzlich, dass die Eigenmittel und Ressourcen wie beispielsweise qualifiziertes Personal in ertragreichere Geschäftsfelder gelenkt werden

¹ Insbesondere den Großbanken wird in der öffentlichen Diskussion der jüngsten Zeit oftmals unterstellt, dass sie das KMU-Segment mit geringerer Priorität bearbeiten (vgl. Mang, Th. (2001a), S. 3). Eine solche Entwicklung wird jedoch seitens des Bundesverbandes deutscher Banken dementiert (vgl. Bundesverband deutscher Banken (Hrsg.) (2000), S. 16-18).

² Vgl. Verband der Vereine Creditreform e. V. (Hrsg.) (2001), S. 29 f.

³ Vgl. Rometsch, S. (1998), S. 263 ff.

⁴ Vgl. Wieandt, A./Miller, A. (2001), S. 8 ff.

⁵ Vgl. Schierenbeck, H. (2000b), S. 22-25.

können. Gleichzeitig kann die Rentabilität infolge einer geringeren Belastung durch Risikokosten verbessert werden.¹

Eine solche isolierte Betrachtung greift jedoch zu kurz, da die **Interdependenzen zu den übrigen Geschäftsbereichen** unberücksichtigt bleiben. So würden durch die Exit-Strategie beispielsweise wichtige Synergien und Beziehungsgeflechte zum Investment und Private Banking verloren gehen. Zudem drohen durch den Verzicht auf das Firmenkundengeschäft Image- und Kompetenzverluste. Nicht zuletzt ist auch die Reduktion der Transaktionsvolumina und die infolge dessen geringere Degression der Fixkosten im Backoffice-Bereich ein wichtiges Argument gegen den Marktaustritt.²

In der Summe stellt sich eine **Repositionierung** gegenüber der Exit-Strategie in vielen Fällen als die sinnvollere Option dar.³ Für den Untersuchungsgegenstand Sparkassen und Kreditgenossenschaften, deren Geschäftstätigkeit auf dem öffentlichen Auftrag resp. dem Förderauftrag basiert, ist ein vollständiger Rückzug aus dem Firmenkundengeschäft von vornherein ausgeschlossen.⁴

2. Ansatzpunkte zur Repositionierung

Eine erfolgreiche Repositionierung im Firmenkundengeschäft erfordert den kombinierten Einsatz mehrerer Strategien:

- Die **Konditionengestaltung** muss – trotz des dargestellten Preiswettkampfes – so angepasst werden, dass die richtig ermittelten Standard-Risikokosten und Standard-Betriebskosten voll verdient werden und der risikoadjustierte Renditeanspruch befriedigt wird.⁵ Eine risikoadäquate Spreizung der Kreditkonditionen wird u. U. einem teilweisen Rückzug aus dem Firmenkundengeschäft gleichkommen, ist jedoch aus ökonomischen Gesichtspunkten unvermeidbar.
- Ein **aktives Kreditportfolio-Management** trägt dazu bei, den Value-at-Risk nachhaltig zu senken, wodurch das zur Unterlegung des Risikos erforderliche ökonomische Risikokapital und damit der Renditeanspruch an das Kreditgeschäft verringert wird.⁶

¹ Vgl. Schierenbeck, H. (2000b), S. 10 f.

² Vgl. ebenda.

³ Vgl. Schierenbeck, H. (2000c), S. 193.

⁴ Zu den spezifischen Geschäftsaufträgen von Sparkassen und Kreditgenossenschaften siehe ausführlich Kapitel B. I. 3. a) und b) im dritten Hauptteil.

⁵ Vgl. Schierenbeck, H. (2001c), S. 193.

⁶ Vgl. Kirmße, St./Schweizer, St. (2001), S. 24f.

- Im Rahmen des **Kostenmanagements** bieten sich vielfältige Potenziale, die Betriebskosten zu reduzieren – ohne dass dies eine aus Kundensicht schlechtere Qualität oder höhere Ausfallrisiken zur Folge haben muss.¹
- Konsequentes **Cross-Selling** leistet einen Beitrag dazu, die Ergebnislücken zu schließen.²

Um die Abhängigkeit von dem dominierenden Kreditgeschäft zu verringern, ist es ferner erforderlich, dass Leistungsangebot im Firmenkundengeschäft neu auszurichten. Ziel muss es sein, durch eine Modifikation bzw. Erweiterung des Leistungsangebotes hin zu **Mehrwertprodukten** den Commodity-Charakter des Firmenkundengeschäfts insgesamt zu verringern, um so neue Preisspielräume zu erschließen. Der gleichen Zielrichtung folgend ist absatzseitig eine Umorientierung von dem einzelgeschäftsbezogenem Produktverkauf hin zur Vermarktung **ganzheitlicher Problemlösungen** zu vollziehen (vgl. Abbildung 17).³

Vermarktung Produkt	Produktverkauf	Problemlösungs- vermarktung
Standardprodukt	Klassische Kreditfinanzierung	
Mehrwertprodukt		Ziel

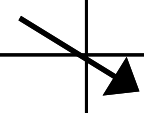


Abbildung 17: Neuausrichtung des Leistungsangebots im Firmenkundengeschäft⁴

Vor dem dargestellten Hintergrund wird im Weiteren untersucht, ob mit der noch zu präzisierenden **Finanzierungsform PE** ein Beitrag zur Neuausrichtung des Leistungsangebots und damit zur Repositionierung im Firmenkundengeschäft geleistet werden kann.

Es ist zu betonen, dass die Fokussierung der Betrachtung auf die Finanzierungsform PE nicht bedeutet, dass diese eine komplementäre Ergänzung des Leistungsangebots allein ausreicht, um die Rentabilisierung des Firmenkundengeschäfts sicherzustellen. Letztlich

¹ Als Beispiel sei eine stärker bonitätsorientierte Gestaltung des Kreditvergabe- und Betreuungsprozesses genannt (vgl. Kuritzkes, A./Harris, S./Strothe, G. (2000), S. 42 ff.); Pleister, Ch. (2001), S. 172).

² Vgl. Schierenbeck, H. (2001c), S. 193.

³ Vgl. ebenda, S. 194.

⁴ In Anlehnung an DZ Bank (1998).

wird nur eine **integrale Repositionierung**, die alle – hier nur skizzierten – Ansatzpunkte umfasst, erfolgreich sein.¹

II. Begriffsbestimmung „Private Equity“

1. Zum Verhältnis von „Private Equity“ und „Venture Capital“

Während „Venture Capital“ (VC) als ein Begriff für die Beteiligungsfinanzierung in der öffentlichen Diskussion allgegenwärtig ist, wird der Terminus „Private Equity“ bisher vorwiegend in Fachkreisen verwendet.² Beiden Bezeichnungen ist gemeinsam, dass sie von der sich dynamisch entwickelnden Praxis aufgebracht wurden und nicht das Ergebnis einer theoretisch konzeptionellen Herleitung sind.³ So ist es nicht verwunderlich, dass vielfältige **divergierende Interpretationen** existieren, von denen keine den Anspruch auf Allgemeingültigkeit erfüllt.

Insbesondere in Europa wird „PE“ heute als **Oberbegriff für das gesamte Spektrum der verschiedenen Varianten der Beteiligungsfinanzierung** verstanden. Allerdings wird häufig auch synonym „VC“ als Oberbegriff verwendet. Die traditionelle, anglo-amerikanisch geprägte Sichtweise differenziert dagegen zwischen PE und VC (vgl. Abbildung 18).⁴

¹ Für eine ausführliche Darstellung der Ansatzpunkte zur Repositionierung im Firmenkundengeschäft siehe Schierenbeck, H. (2000b), S. 5 ff.

² Vgl. Rudolph, B./Fischer, Ch. (2000), S. 49.

³ Vgl. Bader, H. (1996), S. 4.

⁴ Vgl. Schween, K. (1996), S. 38-40; Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2000), S. 16.

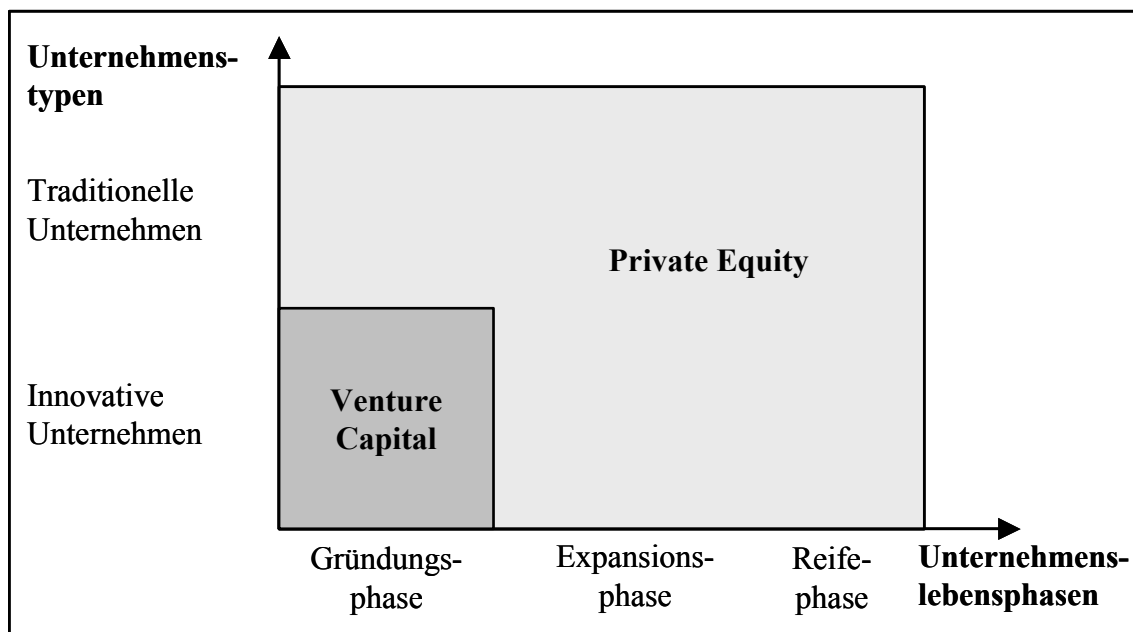


Abbildung 18: Traditionelle Abgrenzung von Private Equity und Venture Capital

Entsprechend der wörtlichen Übersetzung als „**Wagnis-**“ oder „**Risikokapital**“ steht VC in der traditionellen Interpretation ausschließlich für das mit besonderen Risiken behaftete Marktsegment der Frühphasenfinanzierung innovativer Unternehmen. PE bezeichnet diesem Begriffsverständnis folgend die Beteiligungsfinanzierungen in späteren Unternehmenslebensphasen und/oder die Beteiligungsfinanzierung traditioneller Unternehmen.¹

Diese **theoretische Trennung** zwischen PE und VC ist in der Praxis oftmals schwierig zu vollziehen, da zum einen die Grenze zwischen traditionellen und innovativen Unternehmen fließend ist und nur indikativ z. B. über die Kennzahl der Forschungs- und Entwicklungsintensität bestimmt werden kann.² Zum anderen ist das Unternehmenslebensphasenmodell für die Abgrenzung nur bedingt geeignet, da es lediglich idealtypischen Charakter besitzt.³

Erschwert wird die Differenzierung von PE und VC durch die Entwicklungen der vergangenen Jahre. Seit Mitte der achtziger Jahre **gleichen sich die Teilsegmente der Beteiligungsfinanzierung zunehmend einander an**.⁴ In den Investitionsfokus der ehemals spezialisierten VC-Gesellschaften sind sukzessive sowohl Unternehmen aus der Expansions- und Reifephase gerückt als auch aus Branchen der „Old Economy“ wie

¹ Vgl. Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2000), S. 16.

² Vgl. Engelmann, A. et al. (2000), S. 52 f.

³ Siehe hierzu ausführlich 2. Teil: A. II.

⁴ Vgl. Levin, J. S. (1998), S. 2 f.; Bader, H. (1996), S. 7-8; Hertz-Eichenrode, A. (2001), S. 12.

z. B. aus dem Konsumgüter-, Maschinenbau- oder dem Pflegesektor.¹ Umgekehrt öffnen sich die einst auf die späten Phasen spezialisierten Beteiligungsgesellschaften zunehmend der Frühphasen- und High-Tech-Finanzierung. Verstärkt wurde der Trend des Zusammenwachsens der Beteiligungsfinanzierungsmärkte durch die zunehmende konsortiale Zusammenarbeit zwischen den PEG, welche dem Ziel folgt, das Risiko zu diversifizieren und den Zugang zu Beteiligungen (Deal Flow) zu verbessern.

Eine trennscharfe Differenzierung der Teilsegmente erscheint vor dem Hintergrund dieser Angleichungsentwicklungen nicht mehr praktikabel.² Da sich der (neue) Oberbegriff PE mittlerweile als Fachterminus weitgehend durchgesetzt hat,³ wird im Weiteren auf eine explizite Unterscheidung zwischen PE und VC verzichtet und **als Oberbegriff der Beteiligungsfinanzierung ausschließlich PE** verwendet. In Abgrenzung hierzu wird das Teilsegment der Frühphasenfinanzierung innovativer Unternehmen als „VC i. e. S.“ bezeichnet.

2. Konstitutive Elemente der Finanzierungsform Private Equity

Etymologisch betrachtet ist die Definition von PE denkbar trivial. PE bezeichnet das **nicht börsennotierte Eigenkapital eines Unternehmens**.⁴ Hiervon abzugrenzen ist das sogenannte „Public Equity“ als börsennotiertes Eigenkapital eines Unternehmens.

Diese einfache Begriffserläuterung ist keine abschließende Aufzählung der konstitutiven Merkmale. Als eine elementare Ergänzung ist PE nach dem Kriterium der Mittelherkunft auf die **Außenfinanzierung** zu begrenzen. Finanzierungen aus Gewinnen und Kapitalfreisetzungen sind – obwohl Eigen(kapital)finanzierung – nicht Bestandteil von PE.⁵

Darüber hinaus ist für PE kennzeichnend, dass die Eigenkapitalbeteiligungen von Anbeginn zeitlich begrenzt sind.⁶ Für Frühphasenfinanzierungen beträgt die beabsichtigte

¹ Vgl. Rudolph, B./Fischer, Ch. (2000), S. 49; Köhler, P. (1994), S. 294.

² Vgl. Levin, J. S. (1998), S. 2. Bereits im Jahre 1992 bringt die Financial Times in einer Spezialbeilage die Substitution des Begriffs „VC“ durch den Oberbegriff „PE“ auf die Formel: „Venture Capital is dead, long live Private Equity“ (vgl. Bader, H. (1996), S. 4).

³ Vgl. Anslow, M. (1992), S. 2 f.

⁴ Vgl. Rudolph, B./Fischer, Ch. (2000), S. 49.

⁵ Zur Klassifizierung der Finanzierungsformen nach Mittelherkunft und Rechtsanspruch der Kapitalgeber vgl. Perridon, L./Steiner, M. (1997), S. 341-345.

⁶ Vgl. Levin, J. S. (1998), S. 3; Schefczyk, M. (2000), S. 9. Lediglich die Sonderform des „Corporate Venture Capital“ betrachtet Investments aus strategischen Gesichtspunkten und hat regelmäßig einen zunächst nicht begrenzten Beteiligungshorizont (vgl. Schüppen, M./Ehlermann, Ch. (2000), S. 6-8).

Beteiligungsdauer i. d. R. ca. fünf bis zehn Jahre, wohingegen PE-Finanzierungen in späteren Unternehmenslebensphasen kürzer befristet sind (ca. drei bis fünf Jahre).¹

Zusammenfassend können vier konstitutive Merkmale von PE herausgestellt werden:

- Nach der Rechtsstellung der Kapitalgeber handelt es sich um **Eigenfinanzierung**.
- Das bereitgestellte Eigenkapital ist **nicht börsennotiert**.
- Nach dem Kriterium der Mittelherkunft handelt es sich um **Außenfinanzierung**.
- Der Beteiligungshorizont ist von vornherein **zeitlich begrenzt**.

3. Typische Charakteristika der Finanzierungsform Private Equity

Die vorgenannten Merkmale und die Abgrenzung zum Begriff „VC“ reichen nicht aus, um PE dem Verständnis der Praxis nach vollständig zu beschreiben. Nachfolgende Eigenschaften sind kennzeichnend für die Finanzierungsform PE, besitzen jedoch keinen konstitutiven Charakter:

- **Minderheitsbeteiligungen:** PE-Investoren beabsichtigen i. d. R. nicht, die Mehrheit und damit auch die Geschäftsführung bei ihren Portfoliounternehmen (PU) zu übernehmen.² Die bewusste Beschränkung auf Minderheitsbeteiligungen erleichtert es potenziellen PU, sich gegenüber externen Beteiligungskapitalgebern zu öffnen. Gleichzeitig werden hierdurch die Klumpenrisiken auf Seiten der PEG begrenzt.
- **Einsatz in besonderen Unternehmensphasen:** Obwohl grundsätzlich für alle Finanzierungsanlässe vorstellbar, kommt PE bevorzugt in besonderen Unternehmenssituationen zum Einsatz. Organische, stetige Wachstumsprozesse werden i. d. R. nicht mit PE finanziert, da der kontinuierliche Finanzierungsbedarf durch die Innenfinanzierung aus Gewinnen und durch klassische Kreditfinanzierung unter Hingabe dinglicher Sicherheiten abgedeckt werden kann. Die relativ teure Finanzierungsform PE wird erst dann eingesetzt, wenn die Verschuldungskapazität des Unternehmens ausgelastet ist und/oder wenn aufgrund der besonderen Unternehmenssituation eine nachhaltige Stärkung der Eigenkapitalbasis erforderlich wird.³
- **Risiko- und liquiditätsadjustierte Renditeerwartungen:** Da PE bevorzugt in besonderen Unternehmensphasen zum Einsatz gelangt, ist die Wahrscheinlichkeit, dass Risiken schlagend werden, im Vergleich zu „normalen“ Finanzierungsanlässen

¹ Vgl. Weimerskirch, P. (1999), S. 10.

² Vgl. Schüppen, M./Ehlermann, Ch. (2000), S. 1.

³ Vgl. Bader, H. (1996), S. 10-15; Haller, J. (2000), S. 62. Eine detaillierte Differenzierung der Ausgestaltungsformen von Private Equity nach Unternehmenslebensphasen ist Gegenstand des Kapitels A. II. im zweiten Hauptteil.

regelmäßig höher (ursachenbezogenes Risiko).¹ Dies gilt insbesondere für VC i. e. S. Im Vergleich zur (besicherten) Fremdfinanzierung sind auch die Konsequenzen schlagend gewordener Risiken i. d. R. schwerwiegender, da die bereitgestellten Eigenmittel unmittelbar und unbeschränkt haften (wirkungsbezogenes Risiko). Die höheren Risiken sowie die Illiquidität der PE-Investments sind den Kapitalgebern durch eine entsprechend höhere Rendite zu kompensieren.² Als Renditeerwartung für die Asset-Klasse³ PE werden daher regelmäßig 15 bis 30 Prozent p. a. genannt.⁴

- **Managementunterstützung** („Smart Money“/„Hands-on-Approach“): Häufig beinhaltet ein PE-Engagement neben der Finanzierungsfunktion auch eine Unterstützung des Managements.⁵ Dies gilt insbesondere für Beteiligungen an jungen Unternehmen, da sie oftmals weder ausreichende Management-Expertise noch die notwendigen quantitativen Ressourcen besitzen, um sich erfolgreich im Markt zu etablieren. Die Unterstützung des Managements kann beispielsweise durch Aufsichts- oder Beiratsmandate bis hin zu (temporären) Vorstandspositionen geleistet werden.
- **Kapitalgewinnorientierung**: Bei den meisten PE-Engagements resultiert der Großteil der Investitionsrendite nicht aus laufenden Beteiligungserträgen, sondern aus Kapitalgewinnen, die im Zuge der Desinvestition realisiert werden.⁶ Die flexible Gestaltbarkeit der Zins- und Tilgungs-Cashflows ist ein Vorteil von PE gegenüber der klassischen Kreditfinanzierung. Die Freiheitsgrade bei der Ausgestaltung ermöglichen es, die finanzwirtschaftlichen Cashflows weitgehend kongruent zu den leistungswirtschaftlichen Zahlungsströmen zu strukturieren, so dass PE als Finanzierungsvariante insbesondere in den zuvor skizzierten besonderen Unternehmensphasen (mit besonderen Cashflow-Profilen) attraktiv erscheint.
- **Covenants** (Verpflichtungserklärungen): PE-Investoren räumen sich i. d. R. weit über ihren quotalen Kapitalanteil hinausgehende Rechte ein, um die in Informationsasymmetrien begründet liegenden Risiken zu minimieren und um strategische Entscheidungen bezüglich der Verwendung der eingebrachten Mittel im eigenen Sinne steuern zu können.⁷ Die Rechte der Kapitalgeber bzw. die Pflichten der PU können unterschiedlichster Natur sein. Sie sind in den meisten Fällen an den Eintritt

¹ Zur Unterscheidung von ursachen- und wirkungsbezogenem Risiko vgl. Schierenbeck, H. (2001b), S. 2 f.

² Vgl. Heim, D. (2001), S. 491; Levin, J. S. (1998), S. 4 f.

³ Hiervon zu unterscheiden sind die Zielrenditen einzelner Beteiligungen, die – um die Ausfälle aus anderen Beteiligungen zu kompensieren – noch deutlich höher liegen. Siehe hierzu ausführlich Kapitel C. III. 1. im zweiten Hauptteil.

⁴ Vgl. Zider, B. (1999), S. 39; Mittendorfer, R. (2001a), S. 51; Feinendegen, St./Hommel, U./Wright, M. (2001), S. 574 f.

⁵ Vgl. Levin, J. S. (1998), S. 2.

⁶ Vgl. ebenda, S. 4.

⁷ Vgl. Gompers, P. A./Lerner, J. (1999), S. 29-56; Golland, F. (2000), S. 38.

oder das Unterbleiben bestimmter Ergebnisse gekoppelt. Exemplarisch seien hier sämtliche Informations-, Kontroll- und Mitspracherechte, Negativverklärungen der PU, die Einhaltung bestimmter Bilanzrelationen oder den Kapitalgeber bevorzugende Exit-Regelungen genannt. Auch die mittlerweile überwiegend praktizierte, an das Erreichen vereinbarter Meilensteine geknüpfte stufenweise Finanzierung (Staged Financing) ist eine Ausprägungsform der Covenants.¹

- **Strukturierte Finanzierung** (Structured Financing): Zusätzlich zu der Eigenkapitalfinanzierung bieten PE-Investoren im Leistungsspektrum regelmäßig ergänzende eigenkapitalähnliche Finanzierungsformen – das sogenannte Mezzanine Capital² – als auch das Finanzierungskonzept abrundende Fremdkapitalfinanzierungen an.³ PE ist somit eher als eine Finanzierungsform, welche die aktive Strukturierung der Unternehmensfinanzierung in einzelne Schichten (Layer)⁴ einschließt, denn als ein bloßes Finanzierungsinstrument zu verstehen.⁵

III. Abgrenzung und Funktionen der Private-Equity-Instrumente

PE wurde vorstehend definiert als eine Finanzierungsform, bei der um das Kernelement Eigenkapital zusätzliche Finanzierungsschichten und spezifische Dienstleistungen arrondiert werden. Die nachfolgenden Betrachtungen widmen sich der Frage, wie die einzelnen Finanzierungsinstrumente voneinander abgegrenzt werden können und welche Funktionen die verschiedenen Finanzierungsschichten im Rahmen der Private-Equity-Finanzierung wahrnehmen.

1. Eigenkapital

Finanzierungsinstrumente, die bilanzrechtlich dem Eigenkapital (Equity) zuzuordnen sind, begründen eine **(Mit-)Eigentümerstellung** des Kapitalgebers, die mit spezifischen Rechten und Pflichten verbunden ist.⁶ So haftet der Eigenkapitalgeber mindestens in Höhe der bereitgestellten Einlage unmittelbar, wobei das hingeebene Kapital nicht besichert ist. Die Kapitalüberlassung erfolgt unbefristet, d. h. ein Ausscheiden des Ei-

¹ Vgl. Bygrave, W. D./Hay, M./Peeters, J. B. (2000), S. 139.

² Vgl. Betsch, O./Groh, A. P./Lohmann, L. G. E. (2000), S. 302, 316.

³ Vgl. Weimerskirch, P. (1999), S. 9.

⁴ Vgl. Bousek, H./Ehringer, G. (2001), S. 97 f.

⁵ Vgl. Bader, H. (1996), S. 10. In dieser weiten Definition besitzt Private Equity eine große Schnittmenge mit dem Begriff des Corporate Finance, welcher sämtliche Bankdienstleistungen rund um die Gestaltung der Bilanz der Firmenkunden zusammenfasst (vgl. Schierenbeck, H. (2000b), S. 24).

⁶ Vgl. Schierenbeck, H. (2000a), S. 306.

genkapitalgebers ist nur über den Weg der Wiederveräußerung oder der Liquidation möglich.¹

Das bereitgestellte Eigenkapital begründet einen Anspruch auf Teilhabe an Gewinn und Verlust sowie – im Falle einer Liquidation – an dem Erlös, der die Schulden des Unternehmens übersteigt. Je nach Höhe des Anteils und Rechtsform des Unternehmens leitet sich aus dem bereitgestellten Eigenkapital ggf. ein Anspruch zur Unternehmensleitung ab. Aus der Eigenkapitalposition resultiert keine fixe Liquiditätsbelastung für das Unternehmen.

Eigenkapital erfüllt im Rahmen der Unternehmensfinanzierung eine Reihe von grundsätzlichen Funktionen. Wie in Abbildung 19 dargestellt, können diese in **originäre und derivative Funktionen** unterschieden werden.

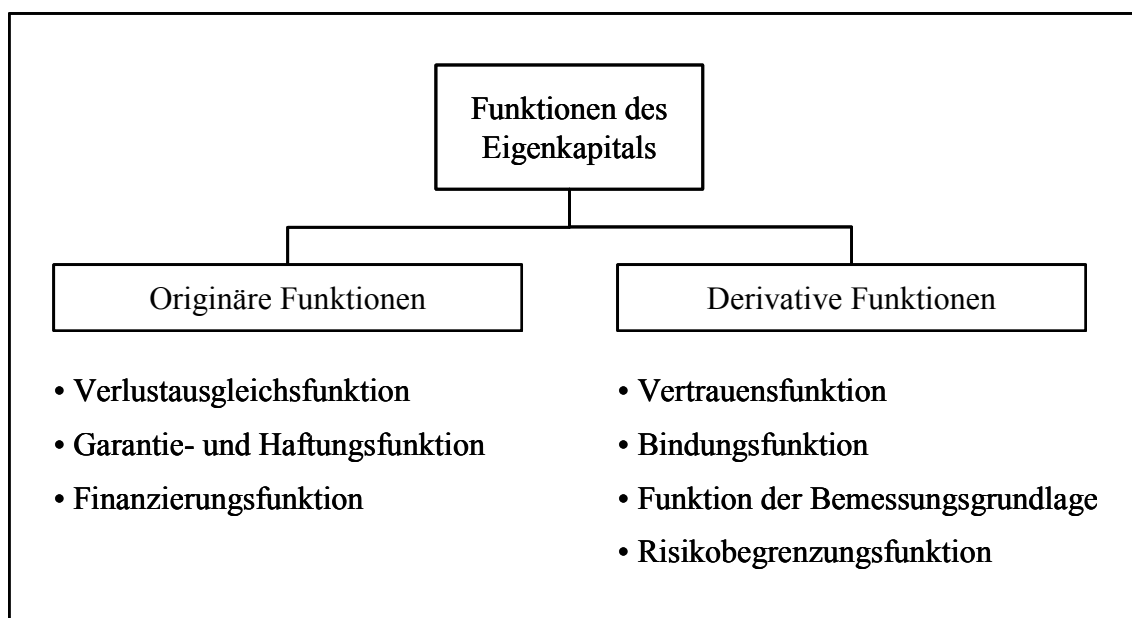


Abbildung 19: Funktionen des Eigenkapitals²

Zu den originären Funktionen des Eigenkapitals zählen die Verlustausgleichsfunktion, die Garantie- und Haftungsfunktion sowie die Finanzierungsfunktion:

- **Verlustausgleichsfunktion:** Verluste aus schlagend gewordenen Risiken können durch das Eigenkapital absorbiert werden. Eigenkapital dient somit der Existenzsicherung (Sicht des Unternehmens).

¹ Aktienrückkäufe und Kapitalherabsetzungen können als eine Form der Wiederveräußerung betrachtet werden.

² In Anlehnung an Lister, M. (1997), S. 9 f.; Sauer, R. (1993), S. 22 f.

- **Garantie- und Haftungsfunktion:** Eigenkapital stellt im Insolvenzfall den Ausgleich für fehlende Haftungsmassen zum Schutz der Gläubiger sicher (Sicht der Gläubiger).
- **Finanzierungsfunktion** (Arbeitsfunktion): Eigenkapital ermöglicht die Inangasetzung und Inanghaltung des Geschäftsbetriebs.

Unter den derivativen Funktionen des Eigenkapitals werden die Vertrauensfunktion, die Bindungsfunktion, die Funktion der Bemessungsgrundlage und die Risikobegrenzungsfunktion subsumiert:

- **Vertrauensfunktion:** Das Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit und Sicherheit des Gläubigervermögens ist abhängig von der Höhe der Eigenkapitalausstattung des Unternehmens. Insofern ist eine angemessene Eigenkapitalausstattung Voraussetzung für die Zuführung weiterer Finanzierungsschichten.
- **Bindungsfunktion:** Diese Funktion entsteht durch die Verbindung der wirtschaftlichen Situation des Unternehmens mit der des Eigenkapitalgebers.
- **Funktion der Bemessungsgrundlage:** Anhand des Eigenkapital kann die Bemessung von Vermögensvor- und -nachteilen und sonstigen Rechten und Pflichten erfolgen.¹
- **Risikobegrenzungsfunktion:** Die Höhe des Eigenkapitals determiniert den Rahmen für die Höhe der maximalen Risikoübernahme.

Sämtliche Funktionen des Eigenkapitals gewinnen vor dem Hintergrund, dass die Finanzierungsform PE speziell in vom kontinuierlichen Entwicklungspfad abweichenden Unternehmenssituationen zum Einsatz gelangt, besondere Relevanz.

2. Fremdkapital

Im Gegensatz zum Eigenkapital begründen dem bilanziellen Fremdkapital (Debt) zuzuordnende Finanzierungsinstrumente eine **schuldrechtliche Gläubigerstellung** hinsichtlich Rückzahlung und Verzinsung des hingegebenen Kapitals.² Zinsen und Tilgung führen zu einer fixen, von der Gewinnsituation des Unternehmens unabhängigen, Liquiditätsbelastung. Das Kapital wird i. d. R. befristet zur Verfügung gestellt und regelmäßig durch vorrangige Kreditsicherheiten abgesichert. Fremdkapital haftet nicht für Forderungen gegen das kapitalnehmende Unternehmen. Es begründet weder einen Anspruch auf Partizipation an den Gewinnen und Verlusten noch zur Leitung des Unter-

¹ Vgl. Sauer, R. (1993), S. 23.

² Vgl. Schierenbeck, H. (2000a), S. 306.

nehmens. Als ein Vorteil gegenüber der Eigenkapitalfinanzierung können die Zinsen steuerlich als Aufwand abgesetzt werden.

Im Rahmen von PE-Finanzierungen werden oftmals ergänzende, aus reinem Fremdkapital bestehende Finanzierungsschichten in das Gesamtpaket der strukturierten Finanzierung eingebunden. Für die Ausweitung des Leistungsangebots auf Nicht-Equity-Produkte – zumindest als Vermittler der Finanzierungstranchen – sprechen verschiedene Gründe. So erhalten PEG, Investmentbanken oder andere Marktteilnehmer häufig ihr Finanzierungs- und Beratungsmandat nur dann, wenn sie in der Lage sind, das gesamte Finanzierungsspektrum im Sinne eines „**One-Stop-Shopping**“ anzubieten.¹ Mit diesem einen Kontrahierungspartner wird dann der Verschuldungsgrad des Unternehmens unter Berücksichtigung des Leverageeffekts, steuerlicher Aspekte und der angestrebten Eigentumsverhältnisse optimal austariert.

Ein anderes Motiv für die Bereitstellung bzw. Vermittlung von Fremdkapital-Layern durch PEG ist die **Vermeidung von Interessenkonflikten** zwischen den verschiedenen Kapitalgebern. Während PEG aus Renditegesichtspunkten dazu tendieren, den Financial Leverage zu erhöhen, präferieren Fremdkapitalgeber zur Absicherung ihrer eigenen Forderungen einen geringeren Verschuldungsgrad.² Um eine größere Interessenskongruenz zwischen den verschiedenen Kapitalgebern herzustellen und somit die Agency-Kosten zu senken, wird im Rahmen eines sogenannten **Strip Financing** vereinbart, dass die verschiedenen Kapitalgeber wechselseitig an mehreren Finanzierungstranchen mitwirken.³

Grundsätzlich bietet sich die Fremdkapitalfinanzierung eher bei **etablierten Unternehmen** an, die über einen stabilen Cashflow verfügen.⁴ Im Teilsegment VC i. e. S. gelangt Fremdkapital dagegen kaum zum Einsatz.

3. Mezzanine Capital

Bilanzrechtlich lassen sich die Finanzierungsinstrumente anhand der Rechtsstellung eindeutig dem Eigen- oder dem Fremdkapital zuordnen. Diese Klassifizierung muss jedoch nicht zwingend mit den ökonomischen Charakteristika des Finanzierungsinstruments übereinstimmen. Das sogenannte „**Mezzanine Capital**“ (MC) bildet eine (**ökonomische**) **Zwischenform von Eigen- und Fremdkapital**. Es besitzt – trotz rechtlich eindeutiger Zuordenbarkeit zu Eigen- oder Fremdkapital – stets auch Merkmale der

¹ Vgl. Zemke, I. (1998), S. 213.

² Vgl. Mittendorfer, R. (2001b), S. 158 f.

³ Vgl. Betsch, O./Groh, A./Lohmann, L. G. E. (2000), S. 302; Mittendorfer, R. (2001b), S. 158 f. Zur Entstehung von Agency-Kosten siehe ausführlich Heitzer, B. (2000), S. 138 ff.

⁴ Vgl. Bader, H. (1996), S. 13.

jeweils anderen Kapitalart.¹ Es wird daher auch als **hybrides Finanzierungsinstrument** bezeichnet.²

Tabelle 6 gibt einen Überblick über die Abgrenzung von (ökonomischen) Eigenkapital, MC und (ökonomischen) Fremdkapital.

Kapitalart Kriterien	Eigenkapital	Mezzanine Capital	Fremdkapital
Rechtliche Stellung	(Mit-)Eigentümerstellung	unterschiedlich	schuldrechtliche Gläubigerstellung
Haftung	mindestens in der Höhe der Einlage	im Ausmaß des gewandelten Anspruchs	keine Haftung
Erfolgsbeteiligung	Teilhabe an Gewinn und Verlust	erfolgsabhängige Verzinsungsanteile	i. d. R. fester Zinsanspruch, kein GuV-Anteil
Vermögensanspruch	quotal (wenn Liquidationserlös > Schulden)	ja, über Equity-Kicker	Rückanspruch in Höhe der Gläubigerforderung
Unternehmensleitung	i. d. R. berechtigt	Stimm- und Kontrollrechte möglich	grundsätzlich ausgeschlossen, teilweise aber faktische Möglichkeit
Kapitalüberlassung	unbefristet	i. d. R. befristet	i. d. R. befristet
Besicherung	keine	keine oder mit Rangrücktritt	(vorrangige) Kreditsicherheiten
Steuerliche Belastung	Gewinn voll belastet von ESt, KSt, GewSt (variiert nach Rechtsform)	je nach Art: Zinsen als Aufwand absetzbar	Zinsen als Aufwand steuerlich absetzbar (Einschränkung bei GewSt)
Liquiditätsbelastung	nicht fix, nur bei Gewinnausschüttung	flexibel gestaltbar	Fix (Zinsen und Tilgung)
Renditeerwartung	ca. 25-30 % p. a.	ca. 10-30 % p. a.	ca. 5-9 % p. a.

Tabelle 6: Abgrenzung von Eigenkapital, Mezzanine Capital und Fremdkapital³

¹ Vgl. Then Bergh, F. (1998), S. 69; Stringfellow, M. (2001), S. 119.

² Vgl. Bascha, A./Walz, U. (2000), S. 410 ff.

³ In Anlehnung an Schierenbeck, H. (2000a), S. 306; Grabherr, O. (2001), S. 32. Bezüglich der Renditeerwartungen vgl. Finsterer, H./Gulder, M. (2001), S. 13; Zider, B. (1999), S. 39; Mittendorfer, R. (2001a), S. 51; Feinendegen, St./Hommel, U./Wright, M. (2001), S. 574 f.

Es lassen sich drei Grundkategorien mezzaniner Finanzierungsinstrumente unterscheiden:¹

- **Mezzanine Capital mit Eigenkapitalcharakter (Equity Mezzanine):** Charakteristisch für diese Kapitalform ist die Partizipation des Kapitalgebers am Wertzuwachs des Unternehmens.² So begründen beispielsweise bei der deutschen Urform des Mezzanine Capital, der atypischen stillen Beteiligung, die Partizipation an den stillen Reserven und am Good Will als auch die Mitunternehmerstellung des Kapitalgebers den Eigenkapitalcharakter dieses Instruments.³ Ebenfalls zum Equity Mezzanine gezählt werden Genussscheine sowie Vorzugsaktien mit festem Dividendenanspruch.⁴
- **Mezzanine Capital i. e. S:** Hierzu zählen alle wirklichen Zwischenformen von Eigen- und Fremdkapital wie Wandel- und Optionsanleihen.⁵ Sie enthalten als Ausstattungsmerkmal sogenannte „Equity-Kicker“, die den Kapitalgebern zusätzlich zu den Zins- und Tilgungszahlungen das Recht einräumen, entweder ihr Darlehen zu einem bestimmten Zeitpunkt und zu vorher vereinbarten Konditionen in Gesellschaftsanteile zu wandeln (Wandelanleihe) oder für den Kauf von Gesellschaftsanteilen zu vereinbarten Konditionen zu optieren, ohne einen schuldrechtlichen Anspruch hinzugeben (Optionsanleihe, Going-Public-Optionsanleihe). Um beim Börsengang Kapitalverwässerungen (Capital Dilution) für die Altgesellschafter zu verringern und aus Gründen der steuerlichen Optimierung können sogenannte „Non-Equity-Kicker“ vereinbart werden, die im Sinne einer virtuellen Optionsvereinbarung (Shadow Warrants, Phantom Warrants) als Barausgleich erfüllt werden.⁶
- **Mezzanine Capital mit Fremdkapitalcharakter (Debt Mezzanine):** Dieser Gruppe sind vor allem Darlehen zugeordnet, die herkömmlichen Krediten grundsätzlich ähneln, aber nachrangig besichert oder unbesichert sind („subordinated Debt“). Der Rangrücktritt erfolgt im Regelfall zugunsten bestimmter, genannter Dritter; nur selten wird eine allgemeine Nachrangigkeit ausgesprochen.⁷ Weitere bekannte Formen des Debt Mezzanine sind Cashflow-indizierte Kredite, partiarisches Darlehen, Besserungskapital und die typische stille Beteiligung.⁸

¹ Vgl. Then Bergh (1998), S. 68 ff.

² Vgl. Heitzer, B./Scholten, P. (2001), S. B 6.

³ Vgl. Sauer, R. (1993), S. 113-188; Paulick, H. (1998), S. 11 ff.

⁴ Vgl. Heitzer, B./Scholten, P. (2001), S. B 6.

⁵ Vgl. Stöbe, K. (2000), S. 44.

⁶ Vgl. Golland, F. (2000), S. 36 f.

⁷ Vgl. Stringfellow, M. (2001), S. 120.

⁸ Vgl. Grabherr, O. (2001), S. 33. Im Rahmen einer stillen Beteiligung hat der Kapitalgeber keinen gesamthänderischen Miteigentumsanspruch, sondern lediglich einen schuldrechtlichen Anspruch. Er partizipiert nicht an den stillen Reserven und dem Good Will (vgl. Sauer, R. (1993), S. 113-118).

Die Gesamrendite aller MC-Varianten lässt sich letztlich in eine Zins- und in eine Equity-Komponente zerlegen. Beide Komponenten stehen hinsichtlich ihrer Bemessung in einem diametralen Verhältnis zueinander: Eine geringere (relativ sichere) Zinskomponente muss durch eine überproportional höhere (relativ unsichere) Equity-Komponente kompensiert werden.¹

Der Begriff „Mezzanine“ stammt aus dem italienischen und ist ein Fachterminus aus der Architektur, der für ein Zwischenstockwerk eines Gebäudes verwendet wird.² Als solches wird MC auch im Rahmen der Unternehmensfinanzierung verwendet. Es dient dazu, **die Lücke zwischen klassischem Eigenkapital und der klassischen Fremdkapitalfinanzierung fließend zu schließen** (vgl. Abbildung 20).³ Im Rahmen des Financial Engineering besteht breiter Raum, die mezzaninen Finanzierungsschichten so zu gestalten, dass sie den individuellen Rendite-, Risiko-, Liquiditäts- und Stimmrechtspräferenzen der Kapitalgeber Rechnung tragen.

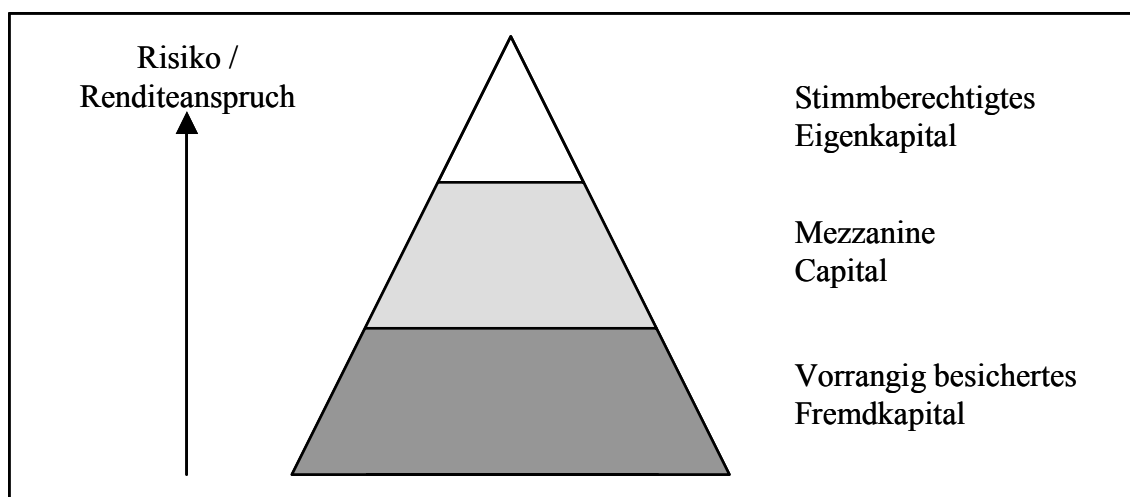


Abbildung 20: Die Kapitalpyramide⁴

Aus der Perspektive vorrangig besicherter Kapitalgeber kann MC als **Eigenkapital-äquivalent** betrachtet werden, da es im Insolvenzfall stets erst nach der Bedienung der eigenen Ansprüche berücksichtigt wird. Der Einsatz von MC führt somit dazu, dass einerseits die Kreditlinien der klassischen Fremdkapitalfinanzierung von vornherein

¹ Als Extrem kann die Equity-Komponente vollständig wegfallen; es handelt sich hierbei um die High-Yield-Varianten des MC.¹ Die Zins-Komponente ist dagegen ein notwendiger Bestandteil von MC. Ohne die Zins-Komponente wäre die Risikostruktur von MC dem Eigenkapital nahezu identisch, dies jedoch bei einem i.d.R. geringeren Renditeanspruch (vgl. Mittendorfer, R. (2001b), S. 170 f.).

² Vgl. Pleister, Ch. (2000), S. 16; Lohl, H./Zickenrott, W. (2001), S. 31.

³ Vgl. Golland, F. (2000), S. 35.

⁴ In Anlehnung an Then Berg, F. (1998), S. 63.

weniger beansprucht werden und gleichzeitig die Besicherungsbasis ausgeweitet wird. Dies schafft Raum für zusätzliche Unternehmensfinanzierungen.

Für die Unternehmenseigentümer besitzt ergänzendes MC gegenüber einer reinen Eigenkapitalfinanzierung den Vorteil, dass die **Kapitalverwässerung** (Capital Dilution) gering gehalten wird. PEG streben im Regelfall Minderheitsbeteiligungen an. Häufig würde aber das erforderliche Finanzierungsvolumen bei einer reinen Equity-Finanzierung dazu führen, dass die PEG die Mehrheit am PU und damit auch das Recht zur Unternehmensleitung übernehmen würden.

Als weitere Vorteile bieten mezzanine Finanzierungsformen – je nach Ausgestaltung – **steuerliche Optimierungspotenziale** hinsichtlich der Abzugsfähigkeit der Finanzierungskosten, Möglichkeiten der **flexiblen Gestaltung** der Zins- und Tilgungs-Cashflows sowie vielfältige Integrationsmöglichkeiten von **Anreizmechanismen**.¹

Die Verwendung von MC als mittlere Finanzierungsschicht kommt immer dann in Betracht, wenn jenseits der Kreditlinie ein hinsichtlich Höhe und Stabilität „**belehnbares**“ **Cashflow-Potenzial** vorhanden ist. Gleichzeitig sollte das zu finanzierende Unternehmen ein ausreichendes Wertsteigerungspotenzial besitzen, verknüpft mit einer entsprechenden Exit-Perspektive für den Kapitalgeber.² Aufgrund dieser Einsatzvoraussetzungen wird MC bevorzugt für ertragsstarke Unternehmen in den späteren Lebensphasen verwendet.³ Für (regionale) Kreditinstitute kann MC von besonderer Bedeutung sein, da es eine Möglichkeit darstellt, einen **ersten Schritt zur Ausweitung des Leistungsangebots** von der klassischen Kreditfinanzierung in Richtung Eigenkapitalfinanzierung zu vollziehen.

¹ Vgl. Bascha, A./Walz, U. (2000), S. 417; Mittendorfer, R. (2001b), S. 172.

² Vgl. Mittendorfer, R. (2001b), S. 170.

³ Vgl. Golland, F. (2000), S. 34.

Zweiter Teil: Gestaltungsmöglichkeiten und Entwicklungsstand von Private Equity

Der erste Hauptteil der geschäftspolitischen Analyse verdeutlicht den Repositionierungsbedarf im Firmenkundengeschäft der (regionalen) Kreditinstitute. Mit PE wurde ein möglicher Baustein zur komplementären Ergänzung des Leistungsangebots in die Betrachtung aufgenommen. Ziel des zweiten Hauptteils ist es, die Gestaltungsmöglichkeiten und den Entwicklungsstand von PE zu vertiefen, um den Handlungsrahmen für regionale Kreditinstitute zu konkretisieren. Hierzu werden im ersten Kapitel die grundlegenden Ausgestaltungsformen von PE systematisiert. Gegenstand des zweiten Kapitels ist es, die wesentlichen Rahmenbedingungen für das PE-Geschäft (regionaler) Kreditinstitute herauszuarbeiten. Abschließend wird im dritten Kapitel die Entwicklungsgeschichte des deutschen PE-Marktes skizziert und die aktuelle Marktstruktur im Detail analysiert, um die Informationsbasis im Hinblick auf den Aufbau eines entsprechenden Geschäftsfeldes zu vervollständigen

A. Ausgestaltungsformen der Private-Equity-Finanzierung

I. Segmentierung des Private-Equity-Marktes nach der Kapitalherkunft

Nach dem Kriterium der Kapitalherkunft werden die drei Marktsegmente **informelles, formelles und staatliches PE** unterschieden. Der Hauptfokus der geschäftspolitischen Analyse richtet sich auf die formelle PE-Finanzierung, da der Untersuchungsgegenstand „regionale Kreditinstitute“ diesem Segment zuzuordnen ist. Aufgrund der umfangreichen Wechselwirkungen zwischen den drei Marktsegmenten – zum Teil substituierende, maßgeblich jedoch komplementäre Effekte – werden die informelle und die staatliche PE-Finanzierung in die Analyse eingeschlossen.¹

1. Informelles Private Equity

Informelles PE wird von **nicht-institutionellen Kapitalgebern direkt**, d. h. ohne die Zwischenschaltung von Finanzintermediären, in kapitalnachfragende Unternehmen investiert. Seine Bezeichnung erhält dieses Segment aufgrund der hohen Marktintransparenz und des geringen Organisationsgrades. Die einzelnen Marktteilnehmer dieses Segments wissen nur wenig voneinander, es gibt weder festgeschriebene Regeln noch gemeinsam praktizierte Verhaltensnormen.²

¹ Vgl. Nittka, I. (2000), S. 254.

² Vgl. Engelmann, A. et al. (2000), S. 87.

Meist handelt es sich bei den Kapitalgebern um **vermögende Privatinvestoren**, die ihr eigenes Geld dem Unternehmen bereitstellen. Da das Vermögen und die Risikotragfähigkeit privater Kapitalgeber im Vergleich zu institutionellen Investoren i. d. R. limitierter ist, sind die durchschnittlichen Investitionsvolumina und die Anzahl der Engagements pro Kapitalgeber ebenfalls deutlich geringer.¹

Der Investitionsfokus der informellen PE-Finanzierung richtet sich im Regelfall auf Unternehmen in der **Gründungsphase**, da hier der Bedarf nach informellem Beteiligungskapital – in Ermangelung anderer Finanzierungsquellen – sehr ausgeprägt ist.²

Es lassen sich drei Gruppen von informellen Kapitalgebern unterscheiden (vgl. Abbildung 21). Zu den **passiven informellen Investoren** zählen hauptsächlich die Familienangehörigen und Freunde des Entrepreneurs. Sie helfen aufgrund ihrer persönlichen Beziehungen zum Unternehmer, die Finanzierungslücken der Gründungsphase durch die Bereitstellung von risikotragendem Kapital zu schließen. Das vorrangige Motiv ist regelmäßig nicht die Gewinnerzielung, sondern die Ingangsetzung und Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebs. Eine über die reine Finanzierungsfunktion hinausgehende Managementunterstützung wird durch die passiven informellen Investoren nicht erbracht.

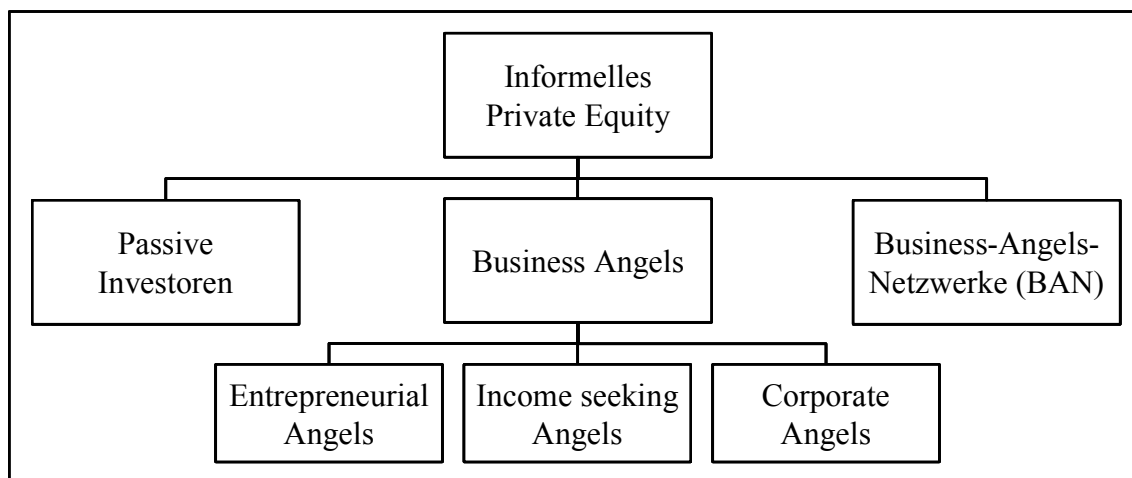


Abbildung 21: Informelles Private Equity

Für die Gruppe der Privatinvestoren, die nicht aufgrund persönlicher Beziehungen zum Entrepreneur in ein Unternehmen investieren und die zusätzlich zur Finanzierungsfunktion eine Unterstützung des Managements wahrnehmen, hat sich der Begriff der **Business Angels** etabliert. Business Angels haben oftmals selbst ein oder mehrere Unternehmen erfolgreich gegründet und möchten nun andere an ihrem Erfahrungsschatz

¹ Vgl. Engelmann, A./Heitzer, B. (1999), S. 457.

² Die phasenspezifischen Finanzierungsquellen werden im Kapitel A. II. ausführlich vorgestellt.

partizipieren lassen. Neben diesem altruistischen Motiv ist zusätzlich eine hedonistische Motivation beobachtbar, welche mit dem besonderen Reiz einer erfolgreichen Unternehmensgründung erklärbar ist („Entrepreneurial Angels“).¹ Im Gegensatz zu den passiven informellen Investoren rückt bei vielen Business Angels auch die Gewinnabsicht mit in den Vordergrund („Income seeking Angels“). Durch das Einbringen ihres meist technischen oder kaufmännischen Management-Know-hows versuchen Business Angels, die Unternehmensentwicklung in die entsprechende Richtung zu lenken („Hands-on-Approach“). Eine dritte Gruppe der Business Angels bilden die sogenannten „Corporate Angels“. Hierbei handelt es sich um Unternehmerpersönlichkeiten, die zum Nutzen des eigenen Unternehmens investieren.²

Sowohl für die Kapitalgeber als auch für die kapitalsuchenden Unternehmen werfen die enormen Unvollkommenheiten des PE-Marktes schwerwiegende Probleme auf. **Business-Angels-Netzwerke (BAN)**, die von Banken, Verbänden und Wirtschaftsvereinen getragen werden,³ sollen diese Probleme zumindest in Teilen zu überwinden helfen. Sie sind als ein erster Schritt in Richtung des formellen PE-Marktes zu betrachten. Als Finanzintermediäre im weiteren Sinne gehen BAN zwar keine eigenständigen Vertragsverhältnisse ein, jedoch erleichtern bzw. ermöglichen sie überhaupt erst den Abschluss von Verträgen.⁴ Hauptziel der BAN ist es, Kapitalangebot und -nachfrage im Sinne eines Marktplatzes zu bündeln und zusammenzuführen und Mindeststandards für die Teilnahme am Netzwerk sowie für die Ausgestaltung der Vertragsverhältnisse zu definieren, um auf diese Weise die Intransparenz des Marktes und die verhaltensbedingten Risiken signifikant zu verringern.

2. Formelles Private Equity

Das Segment der formellen PE-Finanzierung ist dadurch gekennzeichnet, dass das Beteiligungskapital nicht von Privatpersonen, sondern von **institutioneller Seite** investiert wird. Es wird daher alternativ auch als institutionelles PE bezeichnet. In der Regel ist bei der formellen PE-Finanzierung eine **Private-Equity-Gesellschaft als Finanzintermediär** zwischen Kapitalnachfrage und -angebot eingebunden.⁵ Als Mittler zwischen Angebot und Nachfrage üben PEG verschiedene kosten- und risikominimierende Transformationsfunktionen aus.⁶ So gleichen sie die Interessen einerseits der Kapitalge-

¹ Vgl. Nittka, I. (2000), S. 254.

² Vgl. Koschatzky, K. et al. (Hrsg.) (1999), S. 105.

³ Vgl. Bell, M. G. (1999), S. 372 ff.

⁴ Vgl. Gerke, W./Pfeufer, G. (1995), S. 728; Achleitner, A.-K. (2000), S. 29 f.

⁵ Ebenfalls dem formellen PE zugerechnet werden direkte institutionelle Investitionen, wie sie insbesondere von Industrieunternehmen getätigt werden. Diese Form der direkten Beteiligungsfinanzierung wird nachfolgend zunächst aus der Betrachtung herausgenommen.

⁶ Zur Transformationsfunktion von Finanzintermediären siehe ausführlich Schierenbeck, H./Hölscher, R. (1998), S. 21-27.

ber nach Rentabilität, Stabilität/Sicherheit und Liquidität und andererseits der Kapitalnachfrager nach niedrigen Finanzierungskosten, hinreichend langfristiger Kapitalbereitstellung und Flexibilität durch die Auswahl der Vertragspartner und die Vertragsgestaltung aus.¹

a) Differenzierung nach der Trägerschaft der Private-Equity-Gesellschaft

PEG werden hinsichtlich der Eigentümerstruktur, der Entscheidungsgremien sowie der Art des „Funding“ – also der Bereitstellung der Fondsmittel – in unabhängige, abhängige und halbabhängige PEG differenziert (vgl. Tabelle 7).²

Art der PEG Abgrenzungskriterien	unabhängig (Independent)	halbabhängig (Semi-Captive)	abhängig (Captive)
Eigentümerstruktur	kein Gesellschafter hält Anteile über 20 %	mindestens ein Gesellschafter hält Anteile zwischen 20 % und 50 %	ein Gesellschafter hält Anteil über 50 % (i. d. R. Muttergesellschaft)
Entscheidungsfindung	selbstständiger und unabhängiger Anlageausschuss	dominierende Kapitalgeber haben Sitz im Beirat bzw. Anlageausschuss	Entscheidungsgremium der Muttergesellschaft
Kapitalakquisition	fund raising, ggf. durch Kapitalerhöhung	Bereitstellung durch die Eigentümer	Bereitstellung durch Muttergesellschaft

Tabelle 7: Segmentierung der Private-Equity-Gesellschaften nach der Trägerschaft

Unabhängige PEG (Independents) sind dadurch gekennzeichnet, dass sie weder Tochtergesellschaft eines Kapitalgebers sind noch unter dem Einfluss eines dominierenden Gesellschafters stehen. Gemäß BVK-Abgrenzung ist dies der Fall, wenn kein Gesellschafter der Managementgesellschaft einen Anteil größer als 20 % besitzt.³ Die geschäftsführenden Partner bzw. Gesellschafter sind in ihrer Anlageentscheidung unabhängig von Weisungen der Kapitalgeber. Unabhängige PEG werden weiter differenziert in Public und Private Independents.⁴ Erstere sind börsennotiert und können sich über

¹ Vgl. Schefczyk, M. (2000), S. 66.

² Vgl. Zemke, I. (1995), S. 81-88 sowie bei Bader, H. (1996), S. 154 f. Der BVK unterteilt die drei Gruppen ausschließlich nach dem Kriterium „Eigentümerstruktur der Managementgesellschaft“ (vgl. Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (2000a), S. 84).

³ Vgl. Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (2000a), S. 84.

⁴ Vgl. Bader, H. (1996), S. 154.

diesen Weg refinanzieren, während Private Independents die Kapitalakquisition am nicht organisierten Kapitalmarkt durch „fund raising“ vollziehen.¹

Abhängige PEG (Captives) sind mehrheitlich bis vollständig im Eigentum eines Kapitalgebers. Meist handelt es sich um Tochtergesellschaften von Banken, Versicherungen, Pensionskassen oder anderen Institutionen des Finanzsektors.² Im Gegensatz zu den unabhängigen Gesellschaften brauchen Captives kein fund raising zu betreiben, sie bekommen die Mittel vom Mehrheitseigner im Regelfall unbefristet zur Verfügung gestellt. Den Einfluss auf die Anlageentscheidungen sichert sich das Mutterunternehmen i. d. R. durch Mitwirkung in den relevanten Entscheidungsgremien. Der Spezialfall Corporate Venture Capital ist im Regelfall ebenfalls in Form einer Captive organisiert. Diese von Unternehmen außerhalb des Finanzsektors gegründeten PEG verfolgen überwiegend strategische Zielsetzungen im Hinblick auf das eigene Produktportfolio („window-on-technology“).³

Eine Mischform aus den beiden Extrempositionen bilden die **halbabhängigen PEG (Semi-Captives)**. Sie gehören mehreren Gesellschaftern im Verhältnis ihrer Kapitalanteile, wobei in der Regel einer der Kapitalgeber das Management der PEG stellt.⁴ Eine solche Konstellation bietet sich an, wenn die Gründung einer Captive-PEG für einen einzelnen Gesellschafter ein zu umfangreiches Vorhaben wäre und wenn durch eine gemeinsame Gesellschaft die Interessen aller Teilhaber gepoolt werden können. Fund raising außerhalb des geschlossenen Gesellschafterkreises wird durch Semi-Captives i. d. R. nicht betrieben.⁵

¹ Die organisatorische Ausgestaltung von PEG wird im Kapitel A. III. ausführlich dargestellt.

² Vgl. Zemke, I. (1995), S. 81-88.

³ Vgl. Schüppen, M./Ehlermann, Ch. (2000), S. 6-8; Schween, K. (1996), S. 78-89.

⁴ Vgl. Bader, H. (1996), S. 154.

⁵ Vgl. Zemke, I. (1995), S. 86.

b) Differenzierung nach dem Geschäftszweck der Private-Equity-Gesellschaft

Neben der Segmentierung anhand der Eigentümerstrukturen können die PEG nach ihrer Zielsetzung bzw. dem Geschäftszweck differenziert werden (vgl. Abbildung 22).

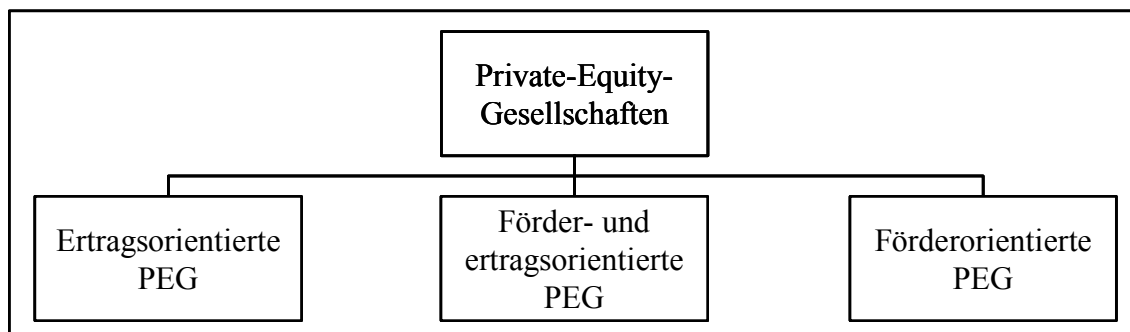


Abbildung 22: Segmentierung der Private-Equity-Gesellschaften nach dem Geschäftszweck¹

Die ausschließliche Ertragsorientierung ist gemeinsames Kennzeichen aller unabhängigen PEG. Beteiligungen sind in diesem Segment nur danach zu beurteilen, welchen Beitrag sie zur Steigerung des Shareholder-Value leisten können.

Der Geschäftszweck der abhängigen und halbabhängigen PEG ist dagegen nicht einheitlich. So verfolgen z. B. die PEG der **Sparkassen, Kreditgenossenschaften** und ihrer **übergeordneten Zentralbanken** als (halb-)abhängige Gesellschaften neben Ertragszielen gleichzeitig ihrem spezifischen Geschäftszweck entsprechende Förderziele. Eine ausführliche Diskussion der spezifischen Rahmenbedingungen von Sparkassen und Kreditgenossenschaften ist Gegenstand des Kapitels B. I. 3. im dritten Teil der Arbeit.

Eine bedeutende Gruppe im Segment der ausschließlich förderorientierten PEG bilden die **Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften (MBG)** der Länder, die in jedem Bundesland existieren. Sie werden als „Selbsthilfeeinrichtung“ der Wirtschaft i. d. R. von Industrie- und Handelskammern, Landesbanken und regionalen Kreditinstituten (Sparkassen, Kreditgenossenschaften und private Banken) getragen und arbeiten eng mit den regionalen Kreditinstituten zusammen.² Ihr wirtschaftspolitischer Auftrag besteht insbesondere in der Stärkung der Eigenkapitalbasis der mittelständischen Wirtschaft.³ Die finanziellen Mittel der MBG sind sehr begrenzt. Ihre Refinanzierung erfolgt im Wesentlichen über die Förderprogramme des Bundes und der Länder.

¹ In Anlehnung an Engelmann, A. et al. (2000), S. 116 f.

² Vgl. Wupperfeld, U. (1994), S. 38.

³ Vgl. Posner, D. (1996), S. 27.

3. Staatliches Private Equity

a) Zielsetzung

Neben der informellen und der formellen PE-Finanzierung ist die staatliche Beteiligungsfinanzierung die dritte bedeutende Quelle der Eigenkapitalfinanzierung. Ziel der staatlichen Finanzierungsangebote ist nicht die Gewinnerzielung, sondern die Förderung der nationalen und regionalen Wirtschaft.

Die Notwendigkeit staatlicher Förderprogramme kann aus den **Unvollkommenheiten der Beteiligungskapitalmärkte** abgeleitet werden. Überall dort, wo es aufgrund von Marktunvollkommenheiten zu erheblichen Wohlfahrtsverlusten kommt, kann wirtschaftspolitische Förderung volkswirtschaftlich nutzenstiftend sein.¹ Die im Kapitel B. II. 2. dargestellten Probleme der mittelständischen Wirtschaft hinsichtlich ihrer geringen Eigenkapitaldecke sind ein typisches Einsatzfeld staatlicher Förderungsmaßnahmen. Besondere Bedeutung gewinnt staatliches Beteiligungskapital bei den mit hoher Unsicherheit behafteten jungen Unternehmen der High-Tech-Branche, da die Marktunvollkommenheiten in diesem Segment stark ausgeprägt sind, gleichzeitig aber der volkswirtschaftliche Stellenwert innovativer Zukunftstechnologien sehr hoch anzusetzen ist.²

Trotz volkswirtschaftlich sinnvoller Motive ist das staatliche Eingreifen in Marktprozesse ordnungspolitisch bedenklich. So steht staatliches Beteiligungskapital regelmäßig im Wettbewerb zu privatwirtschaftlichen Angeboten, wodurch es zu wohlfahrtsmindernden Verdrängungseffekten kommen kann.³ Durch die Umgehung von Marktmechanismen ist zudem das Risiko der Fehlallokation der Eigenkapitalmittel evident. Die Rolle der staatlichen Beteiligungsfinanzierung sollte daher vom **Subsidiaritätsgedanken** geprägt sein. Im Idealfall wirkt das staatliche Angebot als komplementäre Ergänzung des Beteiligungsgeschäfts der privaten Marktteilnehmer und nicht als Gegenpart zu den Marktkräften.⁴

b) Herkunft

Hinsichtlich der Herkunft ist staatliches Beteiligungskapital danach zu differenzieren, ob es aus Förderprogrammen der EU, des Bundes oder der Länder und Kommunen stammt. **Programme der EU** werden im Wesentlichen über die **Europäische Investitionsbank (EIB)** und den hieran angegliederten **Europäischen Investitionsfonds (EIF)** angeboten. Vorrangiges Ziel dieser Förderprogramme ist es, Projekte zu finanzieren, die

¹ Vgl. Kaufmann, F./Kokalj, L. (1996), S. 1.

² Vgl. Daferner, St. (2000), S. 48-54; Posner, D. (1996), S. 3 f.; Wupperfeld, U. (1994), S. 1.

³ Vgl. Zemke, I. (1998), S. 212 ff.; Dunzendorfer, M. (1998), S. 197.

⁴ Vgl. Rasch, H./Kesper, M. (2001), S. 269.

der Integration der Europäischen Union und ihrer ausgewogenen politischen und wirtschaftlichen Entwicklung dienen.¹

Die größte und am schwersten überschaubare Vielfalt an Förderangeboten existiert auf der Ebene der **Länder und Kommunen**. So wird allein die Anzahl der Finanzierungshilfen auf der Länderebene auf über 500 geschätzt.² Eine Sonderstellung nehmen dabei die Programme ein, die eine regionale Variante von Förderangeboten des Bundes oder eine Kombination von Bundes- und Landesmitteln sind.

Der Großteil der **Programme des Bundes** wird über die **Deutsche Ausgleichsbank (DtA)** und die **Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)** bereitgestellt. Gemäß eines Beschlusses der Bundesregierung von Juni 2000 sollen beide Institute zu einer zentralen Förderbank zusammengeschlossen werden, um Überschneidungen in der Fördertätigkeit zu bereinigen und Synergiepotenziale zu nutzen. Die Umsetzung des Zusammenschlusses hat sich zwischenzeitlich mehrfach verzögert und ist kurzfristig nicht mehr zu erwarten.³

Das (derzeitige) Angebot der DtA ist vornehmlich auf die **personenbezogene Förderung** der Existenzgründung ausgerichtet. Neben verschiedenen langfristigen und eigenkapitalähnlichen Darlehensprogrammen, beteiligt sich die DtA über ihre beiden Tochtergesellschaften, die **Technologie-Beteiligungs-Gesellschaft mbH (tbg)** und die **gbb**⁴, an förderungswürdigen Unternehmen.⁵

Die KfW versteht sich (derzeit) mit ihren Kreditprogrammen der Investitions-, Umweltschutz- und Innovationsfinanzierung sowie der Export- und Projektfinanzierung als Förderbank insbesondere für die **mittelständische Wirtschaft**.⁶ Zur Förderung von Beteiligung an KMU tritt sie nicht selbst als Beteiligungsgeber auf, sondern bietet

¹ Vgl. Maravic, E. (2001), S. 257-264. Weitere Ziele sind die Förderung der europäischen Verkehrspolitik, die Sicherung der Energieversorgung, Umweltschutz, die Stärkung der industriellen Wettbewerbsfähigkeit sowie strukturelle Hilfe für KMU.

² Vgl. Schiller, R./Struck, J. (1997), S. 11.

³ Neben den Friktionen im Rahmen der Neuordnung politischer Verantwortungsbereiche (DtA und KfW sind unterschiedlichen Ministerien zugeordnet) verzögert sich die Umsetzung auch durch aktuelle wettbewerbspolitische Anforderungen seitens der EU (vgl. Reitz, U. (2001), S. 23).

⁴ Die Abkürzung „gbb“ stand ursprünglich für „Genossenschaftsbank Berlin“, aus der die Fördergesellschaft gbb hervorgegangen ist.

⁵ Während sich die tbg auf junge Technologie- Unternehmen konzentriert, bietet die noch relativ junge gbb Beteiligungen an Unternehmen des „Low- und No-Tech-Segments“ an – bisher jedoch ausschließlich in den neuen Bundesländern.

⁶ Darüber hinausgehend bietet die KfW Beratungen und andere Dienstleistungen im In- und Ausland an und ist im Auftrag der Bundesregierung als Entwicklungsbank für die Entwicklungsländer tätig. Für Privatpersonen bietet sie Programme zum Bauen, Modernisieren und Energiesparen (vgl. Kreditanstalt für Wiederaufbau (Hrsg.) (2001a), S. 4-7).

Refinanzierungskredite für Beteiligungsgeber an. Darüber hinaus werden zukunfts-trächtige Bereiche durch Beteiligungen an PE-Fonds gefördert.¹

Trotz der unterschiedlichen Grundausrichtung sind die Förderangebote von KfW und DtA nicht disjunkt. Die Kombinationen von Programmen beider Institute für ein Vorhaben ist jedoch – bis auf wenige Ausnahmefälle – ausgeschlossen (Kumulationsverbot).²

c) Instrumente und Bereitstellungsarten

Das Spektrum der im Rahmen von staatlichen Beteiligungen eingesetzten Finanzierungsinstrumente erstreckt sich über Eigenkapital, mezzaninen Kapitalformen bis hin zu Zuschüssen und sonstigen Förderungen.

Die Mehrheit der Finanzierungen erfolgt durch **Mezzanine Capital** entweder in Form vergünstigter Darlehen, die aufgrund ihrer Langfristigkeit und Nachrangigkeit eigenkapitalähnlichen Charakter (Eigenkapitalsurrogate) besitzen oder durch stille Beteiligungen. **Offenes Eigenkapital** wird nur in wenigen Fällen bereitgestellt.³ Kein Beteiligungskapital i. e. S., aber dennoch Baustein von Förderprogrammen, sind die **staatlichen Zuschüsse**. Diese sind i. d. R. nicht rückzahlbar („verlorene Zuschüsse“) und können ohne Haftung zweckgebunden verwendet werden.⁴ Da Zuschüsse die Eigenkapitalbasis der geförderten Unternehmen unmittelbar stärken, können sie als Form des Beteiligungskapitals i. w. S. verstanden werden. Seit Mitte der achtziger Jahre ist eine deutliche Verschiebung bei den Förderinstrumenten zu Lasten der Zuschüsse feststellbar. Gegenwärtig bestehen nur noch wenige reine Zuschussprogramme, die auf genau spezifizierte Einsatzzwecke begrenzt sind.⁵ Zu den sonstigen Förderungen, die ebenfalls kein Beteiligungskapital darstellen, aber ähnliche Funktionen erfüllen, zählen u. a. **Bürgschaften/Gewährleistungen, Investitionszulagen und Sonderabschreibungsmöglichkeiten**.⁶

Die Art der Bereitstellung des staatlichen Beteiligungskapitals gewinnt im Rahmen dieser geschäftspolitischen Analyse besondere Bedeutung, da sich hier unmittelbar die Frage anknüpft, ob und in welcher Form regionale Kreditinstitute an dem Prozess der staatlichen Beteiligungsfinanzierung partizipieren können. Im Wesentlichen können zwei Modelle der indirekten Beteiligung unterschieden werden: das Ko-Investorenmodell und das Refinanzierungsmodell.

¹ Vgl. Haller, H. (1999), S. 271.

² Siehe hierzu die Kurzbeschreibungen der wichtigsten Förderprogramme im Kapitel B. III.

³ Vgl. Kulicke, M. (1999), S. 11.

⁴ Vgl. Engelmann, A. et al. (2000), S. 70.

⁵ Vgl. Kulicke, M. (1999), S. 11.

⁶ Vgl. ebenda, S. 10 f.

Beim **Ko-Investorenmodell** wird die Vergabe staatlichen Beteiligungskapitals davon abhängig gemacht, ob sich ein privatwirtschaftlicher Investor findet, der bereit ist, ebenfalls – i. d. R. mindestens in der Höhe der angezielten staatlichen Beteiligung – in das Unternehmen zu investieren (vgl. Abbildung 23).¹

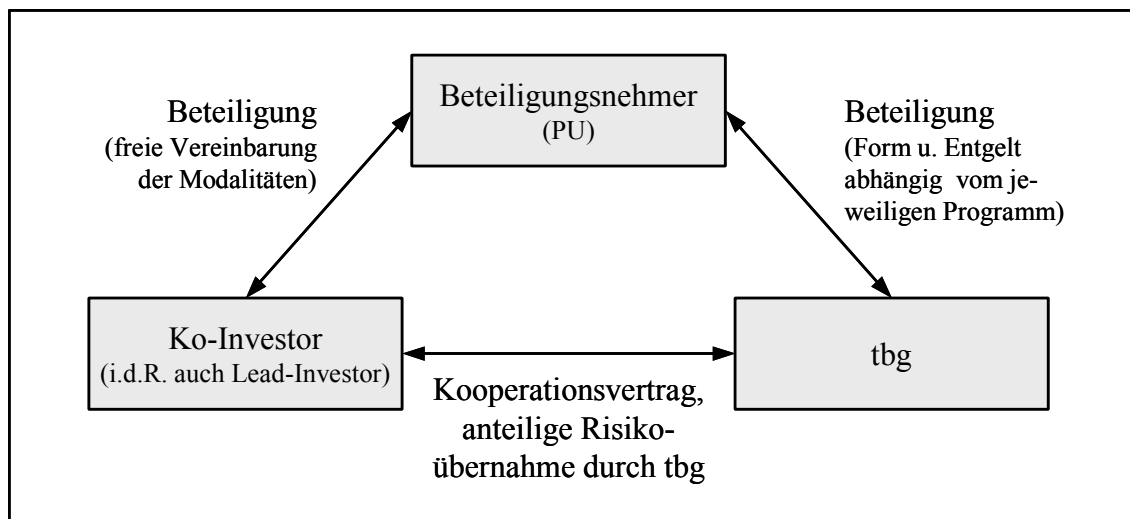


Abbildung 23: Ko-Investorenmodell am Beispiel der tbg²

Ko-Investoren können entweder **PEG oder Banken, aber auch Privatpersonen und andere Unternehmen** werden, die sich ihrerseits mit Eigenkapital beteiligen wollen. Dieses Beteiligungsmodell zielt darauf, komplementär und nicht substituierend zum privatwirtschaftlichen Angebot zu wirken. Weitere Vorteile dieser Bereitstellungsart liegen darin begründet, dass wesentliche Schritte des PE-Wertschöpfungsprozesses auf den Ko-Investoren verlagert werden, wodurch der bürokratische Aufwand reduziert wird. Zugleich verringert sich die Gefahr der Fehlallokation öffentlicher Mittel, da Finanzierungsentscheidungen stets zunächst durch den Finanzierungspartner zu treffen sind.

Beim **Refinanzierungsmodell** wird ebenfalls ein Großteil des administrativen Aufwands verlagert (vgl. Abbildung 24).³

¹ Vgl. Haller, H. (1999), S. 272.

² In Anlehnung an Weitnauer, W. (Hrsg.) (2001), S. 176.

³ Vgl. Blanckenburg, H. von (2001), S. 273 ff.

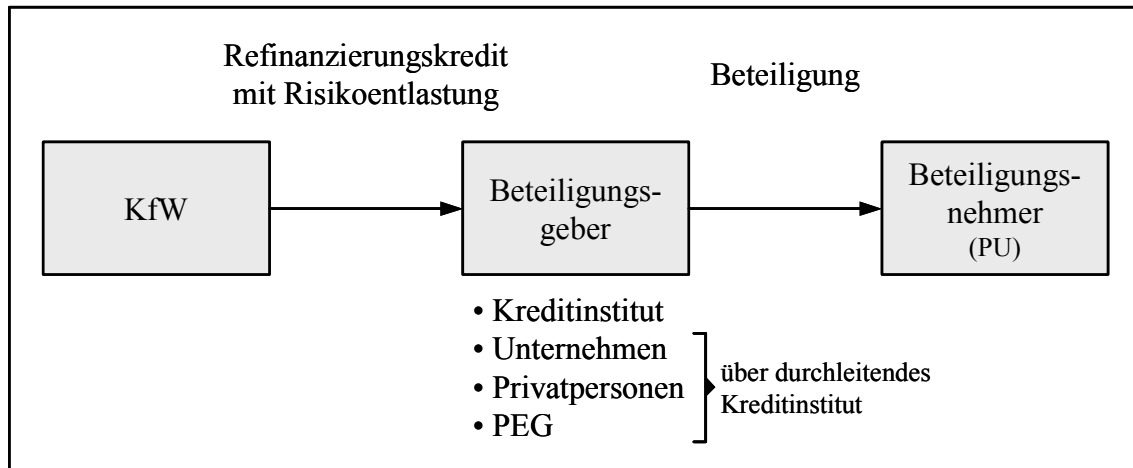


Abbildung 24: Refinanzierungsmodell am Beispiel der KfW¹

Im Unterschied zum Ko-Investorenmodell erfolgt die Unternehmensbeteiligung jedoch ausschließlich durch den privatwirtschaftlichen Partner. Dieser kann sich zu vergünstigten Konditionen bei den staatlichen Institutionen wie der KfW refinanzieren. Dabei wird häufig ein **Großteil des Haftungsrisikos** durch die staatlichen Institutionen übernommen.²

Es wird die deutlich, dass die hier beschriebenen idealtypischen Segmente des PE-Marktes informelles, formelles und staatliches PE in der Realität nicht disjunkt sind, da die Bereitstellung der staatlichen Beteiligungsmittel im Regelfall über den formellen oder informellen PE-Markt erfolgt. Art, Umfang und konkrete Ausgestaltungsformen der wichtigsten staatlichen Förderprogramme sowie die Möglichkeiten zur Partizipation für regionale Kreditinstitute sind Gegenstand des Kapitels B. III.

II. Segmentierung des Private-Equity-Marktes nach Finanzierungsanlässen

1. Das Unternehmenslebensphasenmodell als Bezugsbasis

Die Segmentierung des PE-Marktes nach Finanzierungsanlässen in Anlehnung an die Unternehmenslebensphasen ist für die weiteren Betrachtungen von besonderer Bedeutung, da sich die Finanzierungsbedürfnisse und -möglichkeiten in den verschiedenen Entwicklungsphasen stark unterscheiden und eine dementsprechend **differenzierte Marktbearbeitung** erfordern.

¹ In Anlehnung an Kreditanstalt für Wiederaufbau (Hrsg.) (2000b), S. 3 f.

² Vgl. Kreditanstalt für Wiederaufbau (Hrsg.) (2000b), S. 2 ff.

Für die weiteren Ausführungen gibt Abbildung 25 einen Überblick über den idealtypischen Verlauf der einzelnen Unternehmenslebensphasen, die Entwicklung der Unternehmensgewinne sowie über die phasenspezifischen Finanzierungsanlässe und -quellen.¹ Es lassen sich drei Entwicklungsstufen unterscheiden: Der **Gründungsphase** (Early Stage) folgt eine länger andauernde **Expansionsphase** (Expansion Stage), die schließlich in die **Reifephase** (Late Stage) des Unternehmens übergeht. Innerhalb dieser drei Lebensphasen kann noch feiner differenziert werden.²

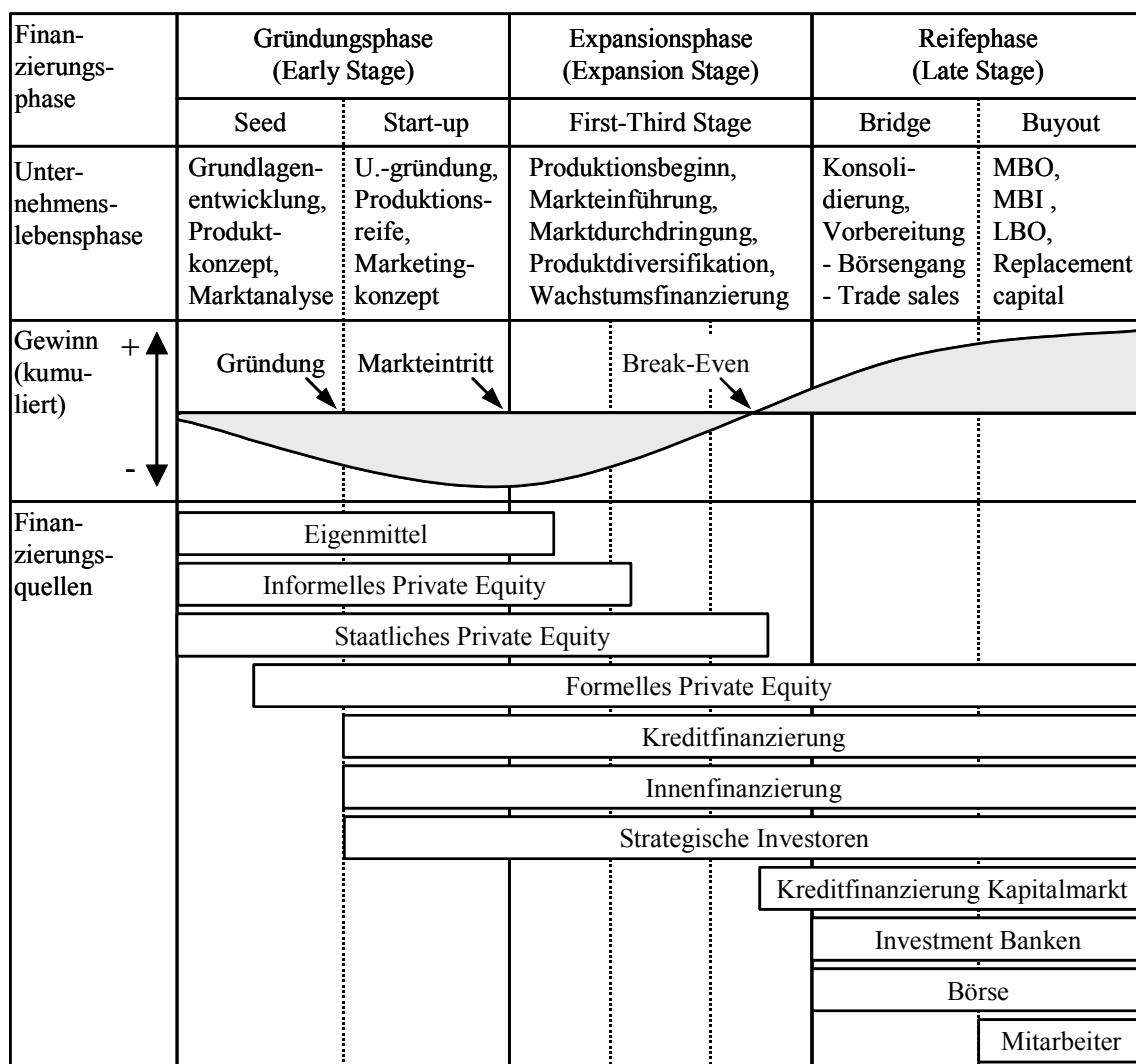


Abbildung 25: Die Unternehmensfinanzierung im idealtypischen Lebensphasenmodell³

¹ Zur Bezeichnung der Finanzierungsphasen wird nachfolgend die Terminologie gemäß BVK verwendet (vgl. Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (2000a), S. 84-85).

² Vgl. Engelmann, A. et al. (2000), S. 25-31.

³ In Anlehnung an Zemke, I. (1995), S. 29; Engelmann, A. et al. (2000), S. 25 f. Die in Abbildung 25 verwendeten Abkürzungen MBI, MBO und LBO werden in den nachfolgenden Ausführungen erläutert.

Die Abgrenzung der einzelnen Lebensphasen führt häufig zu Kritik am Unternehmenslebensphasenkonzept. Es fehlt an eindeutigen und allgemeingültigen Kriterien, die eine trennscharfe Separation der Lebensphasen ermöglichen.¹ Zudem ist der Phasenverlauf nicht deterministisch.² Diese berechtigten Kritikpunkte werden nachfolgend außer Acht gelassen, da nicht das Modell an sich, sondern die Finanzierungsmöglichkeiten in idealtypisch angenommenen Unternehmensphasen im Vordergrund stehen. Für die Ausgestaltungsempfehlungen hinsichtlich eines Geschäftsfeldes PE bietet das Unternehmenslebensphasenkonzept zahlreiche wertvolle Ansatzpunkte.

2. Gründungsphase (Early Stage)

Die Gründungsphase eines Unternehmens untergliedert sich in die Seed- und in die Start-up-Phase.³ Beide Phasen lassen sich objektiv gut voneinander abgrenzen. In der **Seed-Phase** existiert das eigentliche Unternehmen noch nicht; es liegt lediglich ein Produktkonzept bzw. eine Produktidee vor.⁴ Die Grundlagenentwicklung soll herausstellen, ob das Produkt die Marktreife erreichen kann. Idealerweise runden erste Marktanalysen die Aktivitäten der Seed-Phase ab.⁵

Nach erfolgreichem Abschluss der Grundlagenentwicklung geht die Seed-Phase mit der Unternehmensgründung in die **Start-up-Phase** über. Aus betriebswirtschaftlicher Sicht gilt es für das neugegründete Unternehmen, möglichst schnell den Markteintritt zu realisieren, um sich frühzeitig Marktanteile zu sichern, den Break-even-Punkt zu erreichen und neue Finanzierungsquellen zu erschließen.⁶ Hierzu ist zunächst auf der Grundlage eines bestehenden Prototyps die Produktionsreife herzustellen und ein flankierendes Marketingkonzept zu erarbeiten.⁷ Erste Verkäufe als Nachfragetests, der Aufbau einer einfachen Organisationsstruktur sowie die Rekrutierung des Managementteams sind weitere grundlegende Aufgabenstellungen der Start-up-Phase.⁸ Für das eigene Management und externe Adressaten fasst ein „Business Plan“ Produktkonzept, Marktanalyse und Marketingplanung zu einem detaillierten Unternehmenskonzept zu-

¹ Vgl. Meffert, H. (2000), S. 46-48.

² Vgl. Engelmann, A. et al. (2000), S. 30.

³ Vgl. Grabherr, R. (2001), S. 230.

⁴ Vgl. Geigenberger, I. (1999), S. 48; Domdey, H. (2001), S. 73.

⁵ Vgl. Bygrave, W. D. (1997), S. 196.

⁶ Vgl. Sidler, S. (1997), S. 9.

⁷ Vgl. Wittneben, D. (1997), S. 6.

⁸ Vgl. Bader, H. (1996), S. 105.

sammen.¹ Erfolgsbestimmend ist in der Start-up-Phase nicht mehr die reine Produktidee, sondern ihre kommerzielle Umsetzung.²

Die Finanzierung in der Gründungsphase erfolgt zunächst mit den verfügbaren **Eigenmitteln** der Entrepreneur. ³ Obwohl der Finanzierungsbedarf relativ gering ist, reichen die limitierten Eigenmittel häufig nicht aus, um die Produktidee zur Produktionsreife zu führen. Da zudem noch keine Innenfinanzierungsspielräume bestehen, sind zusätzliche Außenfinanzierungsquellen erforderlich.⁴

Die Möglichkeiten der Kreditfinanzierung sind für junge Unternehmen sehr begrenzt bis nicht existent. Die im Durchschnitt sehr hohen Insolvenzzraten in den ersten Jahren nach der Unternehmensgründung rechtfertigen die Zurückhaltung der Banken bei der klassischen Kreditfinanzierung, da sie aufgrund der Gläubigerschutzvorschriften des Kreditwesengesetzes strenge Maßstäbe im Rahmen der Kreditwürdigkeitsprüfung anzulegen haben.⁵ In den frühen Lebensphasen können nur wenige dingliche Sicherheiten aufgebracht werden, die zudem häufig eine hohe Spezifität und damit eine geringe Verwertbarkeit aufweisen. Insbesondere der zunehmend an Bedeutung gewinnende Dienstleistungssektor ist durch immaterielle Vermögenswerte geprägt, die eine klassische Kreditfinanzierung erschweren.⁶ Hinzu kommt, dass keine Erfahrungswerte aus der Unternehmenshistorie (Track Record) vorliegen und dass die Informationsasymmetrie zwischen Unternehmer und Kapitalgeber im Vergleich zu den späteren Unternehmenslebensphasen besonders ausgeprägt ist.⁷ Die hohe Unsicherheit hinsichtlich der künftigen Unternehmensentwicklung erfordert einen hohen Prüfungsaufwand für potenzielle Kapitalgeber.

Die **formelle PE-Finanzierung** kommt ebenfalls nur für relativ wenige Unternehmen in der Gründungsphase als Finanzierungsalternative in Betracht. Insbesondere deutsche PEG richteten ihren Investmentfokus in der Vergangenheit nicht zuletzt aufgrund der hohen Risiken sowie dem Missverhältnis von Transaktionskosten und Losgröße (soge-

¹ Vgl. Sidler, S. (1997), S. 70-81; Bygrave, W. D. (1997), S. 120-147.

² Vgl. Zemke, I. (1995), S. 31; McKinsey & Company (1999), S. 13-19.

³ Vgl. Zemke, I. (1995), S. 31.

⁴ Vgl. Wittneben, D. (1997), S. 6.

⁵ Vgl. Fischer, L. (1987), S. 9.

⁶ Vgl. Grabherr, O. (2001), S. 29.

⁷ Vgl. Schefczyk, M. (2000), S. 48-50.

nanntes Small-Ticket-Problem)¹ mehrheitlich auf Unternehmen außerhalb der Gründungsphase.²

Wie bereits im Rahmen der Marktsegmentierung nach der Kapitalherkunft dargestellt wurde, gewinnen in Ermangelung anderer Finanzierungsquellen das **informelle** und das **staatliche Private Equity** zur Schließung etwaiger Finanzierungslücken besondere Bedeutung.³

Neben dem Finanzierungserfordernis besteht insbesondere in der Start-up-Phase Bedarf an **Managementunterstützung**.⁴ Den oftmals eher fachspezifisch technisch geprägten Entrepreneuren fehlt häufig der betriebswirtschaftliche Hintergrund, insbesondere in Fragestellungen des Marketing, Controlling und der Finanzierung.⁵ Im Frühphasensegment tätige PEG können hier einen wichtigen wertschöpfenden Beitrag leisten, indem sie durch die Mitarbeit in den strategischen Managementgremien einen Teil der Defizite kompensieren und dabei zugleich die Unternehmer „on the job“ coachen.⁶ Die **Bereitstellung des eigenen Netzwerks** (Vermittlung industrieller Partner, Vertriebskanäle, etc.) ist eine weitere wertschöpfende Zusatzleistung von PEG, welche weit über die reine Unternehmensfinanzierung hinausgeht und gerade für junge Unternehmen oftmals ein kritischer Erfolgsfaktor ist.⁷

3. Expansionsphase (Medium Stage)

Nach erfolgter Unternehmensgründung schließt sich im idealtypischen Unternehmenslebensphasenkonzept die länger andauernde Expansionsphase an.⁸ Innerhalb dieser Phase werden weitere Stufen unterschieden.⁹ So lassen sich Produktionsbeginn und Markteintritt der **First-Stage-Phase** zuordnen, die Marktdurchdringung der **Second-Stage-Phase** und die Diversifikation von Kundensegmenten, Produkten und Vertriebswegen schließlich der **Third-Stage-Phase**. Da die Grenzen zwischen diesen Stufen

¹ Vgl. Zemke, I. (1995), S. 31.

² Eine ausführliche Darstellung der Strukturen des deutschen PE-Marktes ist Gegenstand des Kapitels C.

³ Siehe Kapitel A. I.

⁴ Vgl. Egger, U. P. (2000), S. 15; Zemke, I. (1995), S. 28-36.

⁵ Vgl. McKinsey & Company (1999), S. 58-64.

⁶ Vgl. Köhler, G. (2001), S. 43-45.

⁷ Vgl. Zemke, I. (1995), S. 34.

⁸ Gemäß Definition des BVK beginnt die Expansionsphase erst, nachdem der Break-even-Punkt erreicht wurde. Dieser Phasenabgrenzung wird hier nicht gefolgt, da dieser Zeitraum u. U. sehr lang ist und somit nicht als Gründungsphase im engeren Sinne interpretiert werden kann (vgl. Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (2001b), S. 80; Engelmann, A. et al. (2000), S. 28).

⁹ Vgl. Wittneben, D. (1997), S. 4-7; Engelmann, A. et al. (2000), S. 29.

fließend sind, wird im Weiteren auf die zeitliche Differenzierung der Medium Stage verzichtet.

Spätestens mit dem Markteintritt wird das Unternehmen mit einer Reihe wettbewerblcher Herausforderungen konfrontiert. Soweit es das Unternehmen schafft, sich erfolgreich im Markt zu etablieren, wird im idealtypischen Entwicklungsverlauf innerhalb der Expansionsphase der **Break-even-Punkt** erreicht.¹ Ergänzend zu den anfänglichen Finanzierungsquellen gewinnt die **Innenfinanzierung** aus laufendem Cashflow zunehmend an Bedeutung. Gleiches gilt für **Leasingkonstruktionen** sowie für die **Kreditfinanzierung** durch Commercial Banks.² Vor dem Hintergrund erster Erfahrungswerte aus der jungen Unternehmensvergangenheit sowie eines sich verstetigenden Cashflows können die Banken die Risiken der künftigen Unternehmensentwicklung besser prognostizieren. Gleichzeitig rückt der Einfluss der Risiken aus asymmetrisch verteilten Informationen mit zunehmender Unternehmensreife langsam in den Hintergrund.³ Ein weiterer wesentlicher Einflussfaktor für die zunehmende Kreditvergabe ist der Zugang von Anlagevermögen als Basis für die Kreditbesicherung.

Der **Kapitalbedarf steigt** in der Expansionsphase mit fortschreitendem Wachstum stetig an. Während sich der relative Anteil der Eigenkapitalfinanzierung durch die Aufnahme von Fremdkapital sukzessive verringert, nimmt der absolute Eigenkapitalbedarf deutlich zu. Insbesondere Unternehmen, für die eine rasche Besetzung von Marktpositionen ein wesentlicher Erfolgsfaktor ist, können ihren hohen Eigenkapitalbedarf nur zu einem geringen Teil aus der Innenfinanzierung abdecken.⁴ Da ein Going Public für die meisten Unternehmen der (frühen) Expansionsphase noch keine realistische Alternative darstellt, werden verbleibende **Eigenkapitalfinanzierungslücken zunehmend durch formelles PE geschlossen**. Wie die Angaben des BVK belegen, bildet die Expansionsphase den Investmentschwerpunkt deutscher PEG.⁵

Obgleich das von den PEG bereitgestellte Beteiligungskapital im Vergleich zur Fremdkapitalfinanzierung deutlich teurer ist, bietet es für die Unternehmen die Vorteile, dass die in den Wachstumsphasen besonders relevante **Eigenkapitalbasis gestärkt** wird und zudem die Zins- und Tilgungsströme der Finanzierung **auf das leistungswirtschaftliche Cashflow-Profil abgestimmt** werden können. Aus der Perspektive der PEG bieten Investments in Unternehmen der Expansionsphase den Vorteil, dass die Risiken im Vergleich zur Gründungsphase deutlich **geringer und besser prognostizierbar** sind

¹ Vgl. Engelmann, A. et al. (2000), S. 28.

² Die Finanzierungsquelle Leasing wird im Nachfolgenden von der Betrachtung ausgenommen.

³ Vgl. Ruhnka, J. C./Young, J. E. (1987), S. 167 ff; Grisebach, R. (1989), S. 33.

⁴ Vgl. Bousek, H./Ehringer, G. (2001), S. 97.

⁵ Siehe hierzu ausführlich C. II. 2. a).

und dass der individuelle **Prüfungsaufwand in einem vertretbaren Verhältnis** zu den Investmentgrößen steht. Voraussetzung für das Engagement einer PEG ist ein signifikantes Wertsteigerungspotenzial des Beteiligungsprojekts sowie eine lukrative Exit-Perspektive für die PEG nach einer voraussichtlichen Beteiligungsdauer von fünf bis zehn Jahren.¹

4. Reifephase (Late Stage)

Reife Märkte sind durch etablierte Unternehmen und eine zunehmende Marktsättigung gekennzeichnet. Die Zeiten des raschen Wachstums sind abgeschlossen, die idealtypische Unternehmensentwicklung durch **Konsolidierung** geprägt. Etablierte Unternehmen der Reifephase verfügen über solide Finanzierungsquellen, die eine kontinuierliche Unternehmensfinanzierung sicherstellen. Ein hoher Cashflow mit einer geringen Varianz dient als Innenfinanzierungsquelle und schafft zugleich die Voraussetzungen für zusätzliche Fremdkapitalfinanzierungen. Durch die Erhöhung des Verschuldungsgrades kann über den Leverage-Effekt die Eigenkapitalrentabilität des Unternehmens erhöht werden.² Neben der Kreditfinanzierung durch Commercial Banks gewinnt die direkte **Finanzierung über den Kapitalmarkt** zunehmend an Bedeutung.³ Der Beratungsbedarf hinsichtlich des operativen Managements ist relativ gering, da die Unternehmer bzw. Manager über eigene langjährige Erfahrungen verfügen.⁴

Der Einsatz von PE in der Reifephase bietet sich immer dann an, wenn der Pfad der kontinuierlichen Entwicklung verlassen wird und es zu **besonderen Meilensteinen** im Lebenszyklus des Unternehmens kommt.⁵ Solche besonderen Entwicklungsschritte werden z. B. erforderlich, wenn es gilt, durch einen Eigentümerwechsel – im Mittelstand virulente – Nachfolgeprobleme zu lösen, mit strategischen Neuausrichtungen Wertsteigerungen zu realisieren oder kritische Wachstumsschwellen zu überwinden.⁶ Der Beteiligungshorizont von PEG ist bei Unternehmen in der Reifephase mit drei bis fünf Jahren gegenüber Medium-Stage-Investments deutlich kürzer.⁷

Die häufigste und typischste Einsatzmöglichkeit von PE in der Reifephase liegt in der Mitwirkung bei Transaktionen im Zusammenhang mit einem **Eigentümerwechsel**.⁸ Hierzu zählen vorrangig die verschiedenen Buyout-Varianten, bei denen entweder das

¹ Vgl. Bousek, H./Ehringer, G. (2001), S. 100 f.

² Vgl. Perridon, L./Steiner, M. (1997), S. 478-484.

³ Siehe hierzu 1. Teil: B. II. 3.

⁴ Vgl. Engel, R./Hofacker, K. (2001), S. 213.

⁵ Vgl. Bader, H. (1996), S. 10 f.

⁶ Vgl. Merk, S. (2001), S. 41 f.; Klaus, A. (2001), S. 14 ff.

⁷ Vgl. Schröder, Ch. (1992), S. 124 f.

⁸ Vgl. Bousek, H./Ehringer, G. (2001), S. 98; Klaus, A. (2001), S. 14 ff.

eigene Management (**Management Buyout (MBO)**) oder unternehmensfremde externe Manager (**Management Buyin (MBI)**) das Unternehmen aufkaufen.¹ Daneben existieren zahlreiche Varianten wie z. B. der „Employee Buyout“ (EBO), bei dem das Unternehmen an seine Belegschaft verkauft wird oder der „Institutional Buyout“ (IBO) als Transaktionsform, bei der ein Finanzinvestor – z. B. eine PEG – ein Unternehmen zunächst ohne die Beteiligung eines Managers erwirbt.² Bei einem „**Leveraged Buyout (LBO)**“ handelt es sich um einen Unternehmenskauf, der mit einem sehr hohen Fremdkapitalanteil finanziert wird, wobei die Übergänge zwischen LBO und MBO/MBI fließend sind. Die Fremdkapitalanteile reichen bei LBO bis zu 90 %. Dies setzt jedoch voraus, dass es sich um große, etablierte Unternehmen handelt, mit einem hohen und stabilen Cashflow, der zur Rückführung des Verschuldungsgrades genutzt werden kann.³

Ohne zusätzliches Eigenkapital seitens institutioneller Investoren sind die Buyout-Transaktionen häufig nur schwer darstellbar, da die Eigenmittel der neuen Manager-Eigentümer i. d. R. nicht ausreichen und der Verschuldungsgrad des übernehmenden Unternehmens nicht beliebig skalierbar ist.⁴ Neben der reinen **Finanzierungsfunktion** steuern PEG ihre **Expertise** beratend in die Transaktion ein, indem sie bei der Bewertung des zu übernehmenden Unternehmens mitwirken, die Finanzierungsstruktur der Transaktion gestalten und den Investmentprozess begleiten.

Weitere Varianten des Eigentümerwechsels sind das sogenannte **Replacement Capital**, bei dem Unternehmensanteile eines einzelnen Gesellschafters durch einen Verkauf an einen anderen Eigenkapitalinvestor oder Gesellschafter ersetzt werden sowie der Verkauf des gesamten Unternehmens oder einzelner Unternehmensteile an einen industriellen Investor (**Trades Sales**).⁵ PEG übernehmen im Rahmen solcher Transaktionen die Brückenfinanzierung, führen als Intermediär Angebot und Nachfrage zusammen und sind prozessbegleitend beratend tätig.

Eine Form des Eigentümerwechsels im weiteren Sinne ist das **Going Public** eines Unternehmens. Dieser Entwicklungsschritt dient dazu, bestehende Eigentumsverhältnisse aufzulösen und im Rahmen dessen einen möglichst hohen Verkaufspreis zu erzielen. Häufig dient der Zugang zum Kapitalmarkt auch der Überwindung von kritischen Wachstumsschwellen, wenn die übrigen Finanzierungsquellen für eine rasche Expansi-

¹ Vgl. Forst, M. (1992), S. 5-7.

² Zu den verschiedenen Buyout-Varianten vgl. Mittendorfer, R. (2001b), S. 144-147; Forst, M. (1992), S. 5-7; Cullom, P./Stein, Ch. (2001), S. 123 f.

³ Vgl. Mittendorfer, R. (2001b), S. 144-149; Stöbe, K. (2000), S. 8-10.

⁴ Vgl. Haller, J. (2000), S. 62 f.

⁵ Vgl. Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (2000a), S. 85.

on nicht ausreichen.¹ Im Hinblick auf strategische Neuausrichtungen gewinnt die Börse als Exit-Kanal ebenfalls zunehmend an Bedeutung.² Solche Restrukturierungen sind aus Shareholder-Value-Gesichtspunkten oftmals nach Phasen expansiven Wachstums erforderlich. Im Zuge des Restrukturierungsprozesses werden unrentable Randbereiche abgespalten oder aufgegeben zugunsten einer Fokussierung auf Unternehmensbereiche, welche die eigentlichen Kernkompetenzen des Unternehmens repräsentieren.³ Der Beitrag von PEG im Rahmen eines Going Public ist in der **Brückenfinanzierung** und dem **Einstuern der Fachexpertise** zu sehen. So führen die vorbereitenden Maßnahmen im Vorfeld des Börsengangs („**Story Building**“) zu einem erheblichen Finanzierungsbedarf.⁴ Beteiligungskapital dient hier der Vorfinanzierung des IPO (Initial Public Offering) sowie der Zwischenfinanzierung im Hinblick auf ein optimales Timing des IPO, um Verzögerungen wichtiger Vorhaben aufgrund eines ungünstigen Börsenklimas zu verhindern.⁵

Ein weiteres potenzielles Einsatzgebiet für PE ist das sogenannte **Going Private**, also das Delisting bisher börsennotierter Unternehmen.⁶ Der Hauptgrund für einen solchen Schritt ist die mangelnde Liquidität, die für viele börsennotierte Nebenwerte kennzeichnend ist.⁷ Angesichts der Kosten und der Kapazitätsbindung, die durch die Börsennotierung verursacht werden, stellt sich der Rücktausch von „Public“ in „Private Equity“ oftmals als vorteilhaft heraus.⁸

Nicht eindeutig einer bestimmten Phase im Unternehmenslebenszyklus zuzuordnen ist die sogenannte **Turnaround-Finanzierung**. Adressaten dieser Finanzierung sind Unternehmen, die sich nach Überwindung von Schwierigkeiten wieder aufwärts entwickeln sollen.⁹ Der Einsatz von PE gewinnt in solchen Fällen besondere Bedeutung, da häufig eine zu geringe Eigenkapitalbasis und damit ein zu hoher Financial Leverage mitverantwortlich für die Schieflage eines Unternehmens ist.¹⁰

¹ In diesem Fall ist das betreffende Unternehmen streng genommen nicht der Reifephase, sondern der Expansionsphase zuzuordnen.

² Vgl. Bousek, H./Ehringer, G. (2001), S. 99 f.; Stadler, W. (2001), S. 23 f.

³ Vgl. Osterloh, M./Frost, J. (2000), S. 159-204.

⁴ Vgl. Röschl, C. (2001), S. 307-313.

⁵ Vgl. Bousek, H./Ehringer, G. (2001), S. 98 f.

⁶ Somit greift eine definitorische Begrenzung von Private Equity als Finanzierungsform nicht börsennotierter Unternehmen zu kurz (vgl. z. B. Weitnauer, W. (2001), S. 258).

⁷ Vgl. Sohbi, H. (2001), S. 103-106.

⁸ Vgl. Beermann, M./Masucci, A. (2000), S. 705 f.; Bischoff, V. (2000), S. B 19; Cullom, P. (2001), S. 18.

⁹ Vgl. Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (2000a), S. 85.

¹⁰ Siehe hierzu 1. Teil: B. II. 2.

In dem Marktsegment „Unternehmen der Reifephase“ mit den PE-Anlassfällen „Bridge“-, „Buyout“- und „Turnaround“-Finanzierungen stehen PEG insbesondere **mit den Investmentbanken im Wettbewerb**.¹ Neben einem ähnlich strukturierten Angebot an Spezialdienstleistungen bieten diese mit Blick auf die Akquisition von IPO-Mandaten zunehmend selbst PE-Finanzierungen an.²

III. Organisatorische Ausgestaltungsformen

1. Der Private-Equity-Wertschöpfungsprozess

Das Leistungsspektrum von PEG lässt sich als Wertschöpfungsprozess darstellen. Idealtypisch besteht dieser Prozess aus den drei sequentiellen Phasen „**Pre-Investment-**“, „**Investment-**“, und „**Exit-Phase**“, welche sich ihrerseits in weitere Teil-Prozessschritte untergliedern lassen (vgl. Abbildung 26).

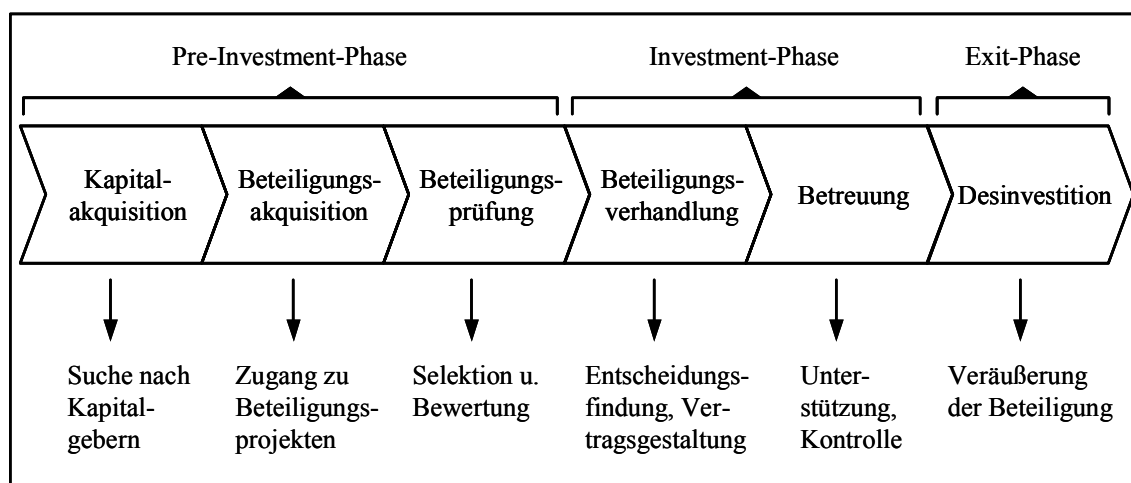


Abbildung 26: Der Private-Equity-Wertschöpfungsprozess³

Diese Abfolge des Wertschöpfungsprozesses ist eine Verallgemeinerung realer Phänomene, da sich die einzelnen PEG in ihren Aktivitäten hinsichtlich der Wertschöpfungstiefe und der Reihenfolge der Prozessschritte zum Teil deutlich voneinander unterscheiden.⁴

¹ Vgl. Grabherr, O. (2001), S. 40; Zemke, I. (1998), S. 212.

² Die PE-Aktivitäten von Investmentbanken dokumentieren sich häufig durch ein gesondertes Geschäftsfeld „Private Equity“ bzw. „Principal Investment“ (vgl. Achleitner, A.-K. (2000), S. 20).

³ Darstellung des Wertschöpfungsprozesses in Anlehnung an Schröder, Ch. (1992), S. 40; Zemke, I. (1998), S. 213; Lerner, J. (1999), S. 146-148.

⁴ Vgl. Wupperfeld, U. (1994), S. 20.

a) Pre-Investment-Phase

Der idealtypische Wertschöpfungsprozess beginnt mit der **Kapitalakquisition (Fund raising)**, dem Passivgeschäft der PEG. Während abhängige und halbabhängige PEG die Fondsmittel bei ihrer Muttergesellschaft bzw. von ihrem Gesellschafterkreis abrufen, steht bei unabhängigen PEG die Kommunikationspolitik zur Einwerbung von Kapital im Vordergrund.¹ Dabei kann sich das Fund raising für den unabhängigen PEG einfacher gestalten, wenn bereits erste spezifizierte Beteiligungsprojekte fixiert sind.² In solchen Fällen rückt das Einwerben der Fondsmittel – abweichend vom idealtypischen Wertschöpfungsprozess – hinter die Beteiligungsverhandlung. Aufgrund der sich im PE-Geschäft durchsetzenden stufenweisen Finanzierung der PU (Staged Financing) wird im Rahmen der Kapitalakquisition nicht das gesamte Fondsvolumen en bloc, sondern lediglich die für die Anfangsinvestitionen erforderlichen Mittel eingeworben. Die Kapitalgeber geben jedoch die verbindliche Zusage, weitere Mittel auf Abruf bereitzustellen.³

Soweit noch nicht im Vorfeld geschehen, schließt sich im nächsten Schritt die **Beteiligungsakquisition (Deal Flow)** an. Nicht etwa das verfügbare Fondskapital, sondern der Zugang zu adäquaten Beteiligungsprojekten ist der Hauptengpass im PE-Geschäft.⁴ Aufgrund der hohen Intransparenz des PE-Marktes müssen sich PEG proaktiv um einen kontinuierlichen proprietären Deal Flow bemühen.⁵ Hierzu nutzen sie ihre Netzwerke bestehend aus Kreditinstituten, Unternehmern, Beratern, Wirtschaftsprüfern, Technologiezentren, Verbänden und weiteren Marktteilnehmern.⁶ Ziel ist es, die Intransparenz des Marktes in beide Richtungen zu verringern, d. h. einerseits ihr Beteiligungsangebot bei potenziellen PU publik zu machen und umgekehrt selbst von kapitalsuchenden Firmen Kenntnis zu erlangen.

Eine weitere wesentliche Quelle des Deal Flow ist die **Syndizierung** von Beteiligungen, bei denen ein Leadinvestor andere PEG einlädt, an der Unternehmensbeteiligung mit einer bestimmten Quote zu partizipieren.⁷ Die Syndizierung erfolgt aus Gründen der Risiko- und Losgrößentransformation sowie aus der Motivation heraus, auch umgekehrt

¹ Vgl. Winkelmann, M. (2001), S. 122; Schefczyk, M. (2000), S. 21.

² Vgl. Zemke, I. (1995), S. 107.

³ Vgl. Gompers, P. A./Lerner, J. (1999), S. 139-169; Bygrave, W. D./Hay, M./Peeters, J. B. (2000), S. 139).

⁴ Vgl. Bader, H. (1996), S. 120-123.

⁵ Vgl. Stummer, F./Nolte, B. (2001), S. 382; Bygrave, W. D./Hay, M./Peeters, J. B. (2000), S. 150.

⁶ Vgl. Bygrave, W. D./Hay, M./Peeters, J. B. (2000), S. 331-344.

⁷ Vgl. Gompers, P. A./Lerner, J. (1999), S. 185-202; Bader, H. (1996), S. 120 f. Die Syndizierung wird alternativ auch als Co-Venturing bezeichnet.

an Syndizierungsangeboten teilzuhaben.¹ Nur bei einer entsprechend großen Anzahl von Kontakten zu potenziellen PU ist mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon auszugehen, dass auch tatsächlich attraktive Anlageobjekte identifiziert werden.²

Bereits im Rahmen der Akquisitionsphase wird eine erste **Grobanalyse** hinsichtlich der Kompatibilität zur eigenen Beteiligungspolitik (Branchen, Lebensphasen, geografische Lage, Finanzierungsbedarf, etc.) durchgeführt, um den späteren Prüfungsaufwand zu begrenzen.³ Empirischen Untersuchungen zur Folge wird der Großteil (ca. 80 %) der PE-Anfragen mit Hilfe der Grobanalyse schon vor dem Eintritt in die kostenintensive Feinprüfung abgelehnt (vgl. Abbildung 27).⁴

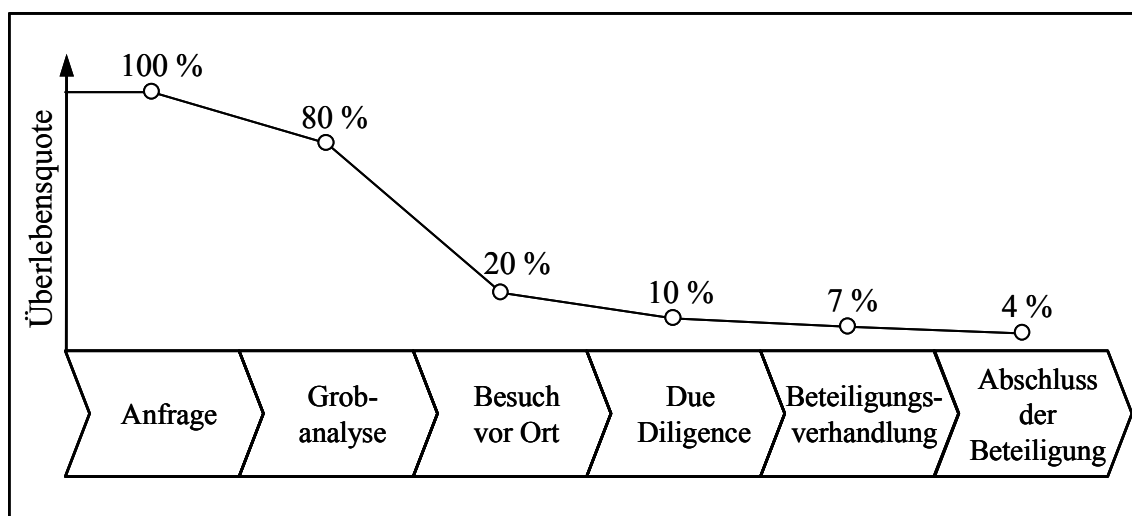


Abbildung 27: Überlebensquote von Private-Equity-Anfragen im Prüfungs- und Verhandlungsprozess⁵

Bei einer positiven Vorauswahl durchlaufen die potenziellen PU während der **Beteiligungsprüfung (Due Diligence)** einen mehrstufigen Selektions- und Bewertungsprozess.⁶ Ähnlich einer Kreditwürdigkeitsprüfung werden verschiedene Teilurteile aus wirtschaftlichen, personenbezogenen und sonstigen Beurteilungsdimensionen zu einem Gesamtbild zusammengeführt, um auf dieser Basis aussichtsreiche Investments zu identifizieren und erste Vorstellungen über einen möglichen Kaufpreis zu entwickeln.

¹ Zur Transformationsfunktion siehe ausführlich Schierenbeck, H./Hölscher, R. (1998), S. 21-27.

² Vgl. Wupperfeld, U. (1994), S. 21.

³ Vgl. Stummer, F./Nolte, B. (2001), S. 381; Schefczyk, M. (2000), S. 25-27.

⁴ Vgl. Sidler, S. (1997), S. 82-92; Schröder, Ch. (1992), S. 192; Stummer, F./Nolte, B. (2001), S. 381.

⁵ Vgl. Schröder, Ch. (1992), S. 192.

⁶ Der Begriff der „Due Diligence“, der wörtlich übersetzt soviel wie „notwendige Sorgfalt“ heißt, hat seinen Ursprung im US-amerikanischen Kapitalmarkt- und Anlegerschutzrecht (vgl. Pichotta, A. (1990), S. 35-199; Gladstone, D. (1988), S. 147-167; Koo, R. (2001), S. 208).

Tabelle 8 gibt einen Überblick über die verschiedenen Arten der Due Diligence, die in ihren Inhalten nicht vollständig überschneidungsfrei sind. Der Stellenwert der einzelnen Due-Diligence-Arten ist abhängig vom jeweiligen Finanzierungsanlass. So ist etwa die Technical Due Diligence insbesondere im Rahmen der Frühphasenfinanzierung, die Cultural Due Diligence dagegen ausschließlich bei der Zusammenführung von Unternehmen relevant.

Art der Due Diligence	Ziele
Technical	Überprüfung der technischen Dimension („Proof of Concept“)
Commercial/Market	Beurteilung der Chancen und Risiken im relevanten Markt
Financial	Bewertung der finanzwirtschaftlichen Verhältnisse
Legal	Überprüfung der rechtlichen Risikopotenziale
Tax	Transparenz über die steuerrechtlichen Finanzverpflichtungen („vorgezogene Betriebsprüfung“)
Environmental	Erfassung und Bewertung aller umweltbezogenen Risiken
Cultural	Überprüfung der kulturellen Übereinstimmung im Rahmen von Unternehmenszusammenführungen

Tabelle 8: Due-Diligence-Arten¹

b) Investment-Phase

Besteht nach der Due Diligence weiterhin Interesse an dem Beteiligungsprojekt, schließt sich die **Beteiligungsverhandlung (Decision making/Deal Structuring)** mit dem betreffenden Unternehmen und ggf. weiteren Transaktionspartnern – wie z. B. Kreditinstituten, weiteren PEG oder (externen) Managementteams – an.² Als Ergebnis der Verhandlungen steht fest, ob und zu welchen Modalitäten es zur Unternehmensbeteiligung kommt. Neben der Frage nach dem angemessenen Kaufpreis sind die das Beteiligungsverhältnis regelnden Vertragsvereinbarungen von besonderer Bedeutung.³

Zusätzlich zum Eigenkapital werden mit Mezzanine Capital und Fremdkapital oftmals **weitere Finanzierungsschichten** im Gesamtpaket vereinbart, wobei die einzelnen Layer häufig von verschiedenen Kapitalgebern mit divergierenden Präferenzen hinsichtlich der Ertrags-Risiko-Relation investiert werden.⁴

¹ Vgl. Berens, W./Brauner, H. U. (Hrsg.) (1999); Ahnert, R. S. (2001), S. 23 ff.; Tiedt, St. (2000), S. 608.

² Nur ca. 7 % aller Anfragen gelangen in die sich anschließende Phase der Beteiligungsverhandlung (vgl. Schröder, Ch. (1992), S. 192; Geigenberger, I. (1999), S. 118).

³ Vgl. Bader, H. (1996), S. 124.

⁴ Siehe 1. Teil: C. III.

Die von den PEG während der Investmentphase geleistete **Betreuung** der PU verfolgt im Wesentlichen zwei Ziele: die **Erhöhung des Ertrags** und gleichzeitig die **Reduktion des Risikos**.¹ Um dies zu erreichen, nutzen PEG die ihnen vertraglich eingeräumten, weitreichenden Rechte zur Kontrolle und Mitsprache (Covenants). Sollte sich die Unternehmensentwicklung nicht wie erwartet darstellen, ermöglicht es die stufenweise, an das Erreichen von Meilensteinen geknüpfte Finanzierung, den vorzeitigen Exit zu wählen, um so das Ausfallrisiko zu begrenzen.

Für viele der PEG kommt als zweite Facette der Betreuung die **unternehmerische Unterstützung** („Hands-on-Approach“) hinzu, indem sie in Managementgremien mitwirken, ggf. ein eigenes Vorstandsmandat wahrnehmen oder etwa als Sparringspartner in zentralen unternehmerischen Fragestellungen zur Verfügung stehen.² Art und Umfang der Managementunterstützung hängen von den konkreten Erfordernissen des PU sowie von der Politik und den Ressourcen der PEG ab.³

c) Exit-Phase

Am Ende des Wertschöpfungsprozesses steht die **Desinvestition (Exit)**. Es lassen sich grundsätzlich fünf Arten der Desinvestition unterscheiden:⁴

- **Going Public** („Publikumsöffnung“) bzw. Verkauf nach einem vorausgegangenem Going Public,
- Verkauf an industrielle Investoren (**Trades Sales**),
- Rückkauf durch das PU (**Buy Back** bzw. **Pay Back**),
- Verkauf an einen anderen finanziellen Investor (**Secondary Purchase**),
- **Abschreibung**.

Die ersten beiden Exit-Kanäle wurden bereits im Rahmen der Vorstellung des Unternehmenslebensphasenkonzept dargestellt (vgl. vorheriger Abschnitt). Unter Renditegesichtspunkten ist das **Going Public** aufgrund der relativ hohen Wertsteigerungen in der Vergangenheit der vermeintlich attraktivste Exit-Kanal.⁵ Die hohen Emissionserlöse können jedoch ihre Ursache allein darin haben, dass nur die besten Unternehmen die

¹ Vgl. Bader, H. (1996), S. 133.

² Vgl. Bygrave, W. D./Hay, M./Peeters, J. B. (2000), S. 227-246.

³ Vgl. Wupperfeld, U. (1994), S. 24.

⁴ Vgl. Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (2001b), S. 81; Weitnauer, W. (Hrsg.) (2001), S. 31.

⁵ Vgl. Bygrave, W. D./Hay, M./Peeters, J. B. (2000), S. 309.

Voraussetzungen für ein Going Public erfüllen, während sich schlechtere Unternehmen mit den alternativen Exit-Kanälen begnügen müssen.¹

Rückkäufe kommen in Betracht, wenn die Manager von den Zukunftsperspektiven des eigenen Unternehmens überzeugt sind und gleichzeitig über ausreichend Innenfinanzierungspotenzial verfügen können. Im Regelfall lassen sich die PU ein Vorkaufsrecht auf die Anteile an ihrem Unternehmen einräumen, um so ggf. eine ungewollte Publizitätspflicht zu vermeiden und um den eigenen Einfluss wahren zu können.² Das **Pay Back** als Variante des Rückkaufs bezeichnet insbesondere die Rückzahlung mezzaniner Finanzierungsinstrumente.³

Der eher selten vorkommende Verkauf an andere finanzielle Investoren (**Secondary Purchase**) ist dann eine sinnvolle Alternative, wenn das PU besser zur Beteiligungsstrategie und in die aktuelle Portfoliostruktur des Käufers passt.⁴

Die **Abschreibung** als Exit-Kanal ist die ultima Ratio, wenn der wirtschaftliche Erfolg des PE-Investments ausbleibt. Die Liquidation der Aktiva und (Teil-)Abschreibung des Investments empfiehlt sich bereits, wenn die Summe der verwertbaren Einzelteile mehr wert ist als das langfristig zu erwartende Ertragspotenzial.⁵

Wie dargestellt, ist es für die PE-Finanzierungen kennzeichnend, dass die Investmentrendite im Wesentlichen nicht aus den laufenden Erträgen, sondern aus den Kapitalgewinnen im Zuge der Veräußerung resultiert. Daher ist neben dem Exit-Kanal auch das **Timing** der Desinvestition von übergeordneter Bedeutung. Dies wird nachfolgend anhand eines Berechnungsbeispiels verdeutlicht. Für ein PE-Investment sei die in Abbildung 28 wiedergegebene Zahlungsreihe angenommen. Das Diagramm zeigt, wie sich die Internal Rate of Return (IRR), die als interner Zinsfuß die Rendite des Investments wiedergibt, bei einer Variation des Exit-Zeitpunkts (c. p.) entwickelt.⁶ So verringert sich die Investmentrendite durch einen um ein Jahr verzögerten (Exit-Zeitpunkt $t = 4$ statt 3) um 30 %. Zwar vernachlässigt diese einfache Betrachtung die Fragestellung, welche Anschlussinvestments bei einem früheren Investment möglich sind.⁷ Für das Renditemanagement einer PEG ist dennoch festzustellen, dass der Desinvestitions-

¹ Vgl. Bader, H. (1996), S. 137 f.; Bygrave, W. D. (1997), S. 437 f.

² Vgl. Heitzer, B. (2000), S. 51.

³ Vgl. Weitnauer, W. (Hrsg.) (2001), S. 31.

⁴ Vgl. Bader, H. (1996), S. 148.

⁵ Vgl. Gladstone, D. (1988), S. 231.

⁶ Eine kritische Auseinandersetzung mit dem Rentabilitätsmaß IRR ist Gegenstand des Kapitels C. I. im dritten Hauptteil der Arbeit.

⁷ Die Thematik der „Wiederanlageprämisse“ wird ebenfalls im Rahmen der kritischen Würdigung der IRR im Kapitels C. I. im dritten Hauptteil aufgegriffen.

zeitpunkt aufgrund der geringen periodischen Erträge eine wesentliche Erfolgsdeterminante ist. Er ist **bereits im Rahmen der Beteiligungsverhandlung zu planen** und muss sich konsequent am verbleibenden Wertsteigerungspotenzial orientieren.¹

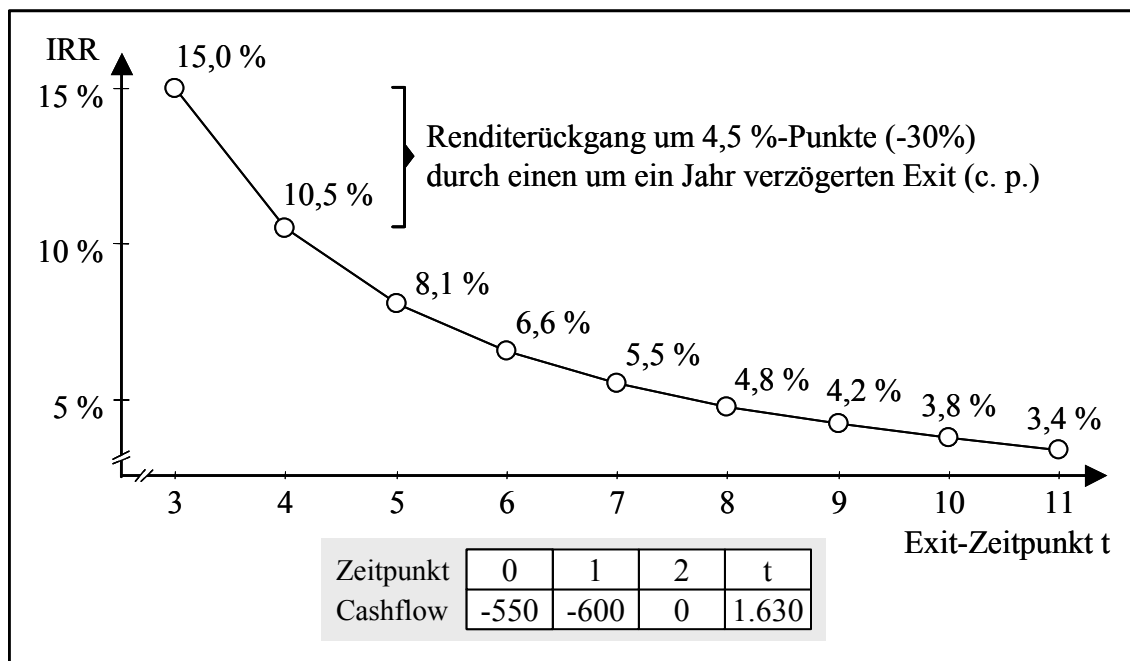


Abbildung 28: Rentabilitätswirkung des Exit-Timings

2. Strukturelle Gestaltung

a) Grundlegende Gestaltungsoptionen

Die bisherigen Ausführungen verzichteten darauf, PEG hinsichtlich ihrer organisatorischen Konfiguration zu differenzieren. Unabhängig von den Spezifika der Kapitalgeberseite, der Fokussierung auf einzelne Unternehmenslebensphasen oder der konkreten Ausgestaltung des Wertschöpfungsprozesses wurden PEG bisher als eine Art „black box“ betrachtet. Diese Vereinfachung wird nun aufgehoben, da die vielfältigen organisatorischen Gestaltungsoptionen auch für das PE-Geschäft regionaler Kreditinstitute von höchster Relevanz sind.

Wie in Abbildung 29 wiedergegeben, ist die organisatorische Ausgestaltung zunächst danach zu differenzieren, ob die Beteiligung am Unternehmen **direkt** oder **indirekt** erfolgt.

¹ Vgl. Stummer, F./Nolte, B. (2001), S. 383.

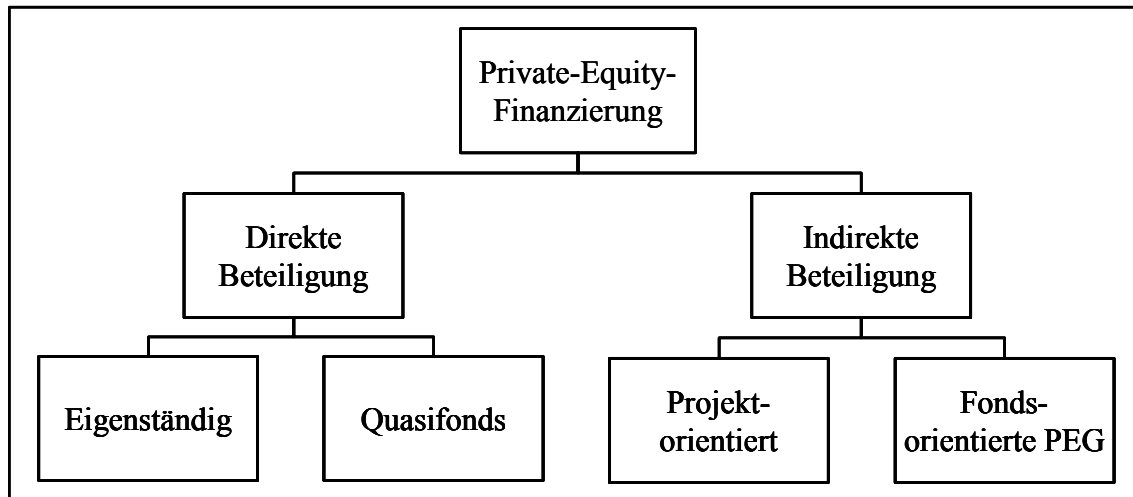


Abbildung 29: Grundformen der Private-Equity-Finanzierung¹

Die **eigenständige direkte Beteiligung** bietet sich an, wenn der Investor in der Lage ist, die Funktionen eines Intermediärs selbstständig wahrzunehmen. Dies ist häufig bei größeren Industrieunternehmen der Fall, die für Beteiligungsgeschäfte in ihrem Wirtschaftsbereich hinreichende Ressourcen und Expertise besitzen.² Für die Mehrheit der Investoren impliziert der Verzicht auf einen Intermediär jedoch eine Reihe von Nachteilen wie z. B. eine zu geringe Risikodiversifikation, relativ hohe Transaktionskosten sowie eine mangelnde Übereinstimmung von Angebot und Nachfrage hinsichtlich Losgrößen und Kapitalbindungsdauer.

Sonderformen der indirekten Beteiligung sind sogenannte **Quasifonds**, welche von Banken, Maklern oder Beratern organisiert werden.³ Als Intermediäre i. w. S.⁴ gehen sie keine eigenständigen Vertragsverhältnisse ein, sondern agieren als Kapitalvermittler und Treuhänder und leisten so einen Beitrag dazu, einen Teil der Marktunvollkommenheiten zu überwinden.

Ob der – hier nur skizzierten – Probleme direkter Beteiligungen erfolgt die Mehrheit der institutionellen PE-Engagements in Deutschland indirekt, d. h. durch die Zwischenschaltung eines Intermediärs.⁵

Bei der **projektorientierten Beteiligung** wird die Beteiligungsgesellschaft speziell für ein individuelles unternehmerisches Projekt gebildet, dessen Charakteristika vor der

¹ In Anlehnung an Fischer, L. (1987), S. 12.

² Vgl. Zemke, I. (1995), S. 106.

³ Vgl. Schefczyk, M. (2000), S. 11.

⁴ Vgl. Gerke, W./Pfeufer, G. (1995), S. 728.

⁵ Vgl. Zemke, I. (1995), S. 107. Direkte Beteiligungsformen bleiben im Folgenden unberücksichtigt.

Gründung bereits bekannt sind. Häufig erfolgt die Beteiligungszusage vor der Kapitalakquisition, so dass der Intermediär das Platzierungsrisiko vollständig übernehmen muss.¹ Für die projektorientierte Variante gelten die zuvor formulierten Problemkreise der direkten Beteiligung in ähnlicher Weise. Zwar können Qualität und Effizienz des Wertschöpfungsprozesses durch professionelle Beteiligungsmanager optimiert werden, mangelnde Risikodiversifikation, Losgrößen- und Fristeninkongruenzen von Angebot und Nachfrage bleiben als Nachteil jedoch bestehen. Hinzu kommt, dass die wiederholte Ingangsetzung projektorientierter Beteiligungen zusätzliche Transaktionskosten bedingt. Aufgrund der in der Praxis untergeordneten Bedeutung der projektorientierten Organisationsform werden sie in den nachfolgenden Ausführungen nicht weiter vertieft.

Die Nachteile des projektorientierten Ansatzes können durch die **fondsorientierten PEG** weitgehend eliminiert werden, da sie nicht für ein einzelnes Projekt gebildet werden, sondern für (Minderheits-)Beteiligungen an mehreren Unternehmen. Die PU sind zum Zeitpunkt der Gesellschaftsgründung und der sich anschließenden Kapitalakquisition i. d. R. noch nicht bekannt; für die Kapitalgeber handelt es sich daher um eine Art „blind pool“.² Um als unabhängige PEG dennoch das Vertrauen der potenziellen Investoren zu gewinnen, bedarf es eines möglichst einwandfreien Track Records sowie einer offenen Kommunikation der geplanten Beteiligungspolitik.

Die indirekte fondsorientierte Beteiligung wird weiter danach differenziert, ob die Fonds hinsichtlich der Höhe ihres Volumens im Zeitablauf **offen** sind oder ob es sich um **geschlossene Fonds** handelt. Gleichzeitig ist zwischen **befristeten** und **unbefristeten** Fonds zu unterscheiden.³

Während bei **abhängigen PEG zeitlich unbefristete offene Fonds dominieren**, verhält es sich bei den **unabhängigen Gesellschaften im Regelfall umgekehrt**.⁴ Eine begrenzte Laufzeit und ein festes Fondsvolumen erleichtert es für die unabhängigen PEG, externe Kapitalgeber zu akquirieren, da bei dieser Konstellation die Modalitäten des Investments bereits zu Beginn besser bekannt sind. Zudem zwingt das begrenzte Fondsvolumen die Managementgesellschaft zu einer intensiven Auseinandersetzung mit der künftigen Beteiligungspolitik, um ein möglichst klares Bild der künftigen Fondsstruktur vermitteln zu können. Nach der Kapitalakquisition führen die im Vergleich zu offenen Fonds begrenzten Kapitalressourcen oftmals zu einer intensiveren Selektion der

¹ Vgl. Williamson, O. E. (1988), S. 574.

² Vgl. Schröder, Ch. (1992), S. 73.

³ Entgegen vielen vereinfachenden Darstellungen in der Literatur bedeutet „geschlossen“ nicht zwangsläufig „befristet“ und „offen“ nicht notwendigerweise „unbefristet“.

⁴ Vgl. Zemke, I. (1995), S. 121.

PU, da die PEG mit der knappen Ressource Kapital wirtschaften muss.¹ Die Zeitrestriktion erhöht ebenfalls den Leistungsdruck auf das Management. Sie verringert die Gefahr, Beteiligungen ohne signifikantes Wertsteigerungspotenzial („living-dead-syndrom“) ausschließlich aus der Motivation heraus zu halten, die Summe der Management-Fees zu maximieren, was sich letztlich negativ auf die Gesamtperformance auswirkt.²

Hinsichtlich der **gesellschaftsrechtlichen Konstruktion** der fondsorientierten indirekten Beteiligung besteht grundsätzliche Gestaltungsfreiheit. Maßgeblich für die Ausgestaltung der Rechtsform sind letztlich Aspekte der **Risikobegrenzung** sowie der **steuerlichen Optimierung**.³ Dabei werden häufig organisatorische Konstruktionen geschaffen, bei denen Teilbereiche der PEG ins Ausland verlagert werden, um von vorteilhaften Steuer- und Rechtsvorschriften profitieren zu können.⁴ Aufgrund dieser vielfältigen Gestaltungsoptionen ist es nicht möglich, im Rahmen dieser Arbeit einen abschließenden Überblick über die Organisationsformen der PEG zu geben. Die nachfolgenden Betrachtungen fokussieren daher auf die zwei typischen Grundformen deutscher PEG.

b) Monoistische Gesellschaftsformen

Die beiden typischen Grundformen deutscher PEG unterscheiden sich darin, wie das Aktiv- und das Passivgeschäft organisatorisch verankert ist. Während zum **Passivgeschäft** sämtliche Aufgaben im Rahmen der Kapitalakquisition und der Betreuung der Kapitalgeber zählen, umfasst das **Aktivgeschäft** die übrigen Stufen des Wertschöpfungsprozesses, also die Beteiligungsakquisition, -prüfung und -verhandlung, die Betreuung des Beteiligungsunternehmens sowie die abschließende Desinvestition.⁵

Das in Deutschland bisher **dominierende Konzept** fasst beide Aufgabenbereiche in einer Gesellschaft zusammen (vgl. Abbildung 30).⁶ Bei so organisierten PEG handelt es sich vorwiegend um abhängige PEG (Captives), also um Tochtergesellschaften von Banken, Versicherungen und Industrieunternehmen. Für diese Art der PEG nimmt das Passivgeschäft einen untergeordneten Stellenwert ein, da sie das Kapital von der Muttergesellschaft zugewiesen bekommen.

¹ Vgl. Zemke, I. (1995), S. 119.

² Vgl. Bader, H. (1996), S. 156.

³ Vgl. Weitnauer, W. (2001), S. 268.

⁴ Vgl. ebenda.

⁵ Vgl. Klemm, H. A. (1988), S. 137 ff.; Schröder, Ch. (1992), S. 72.

⁶ Vgl. Schröder, Ch. (1992), S. 76.

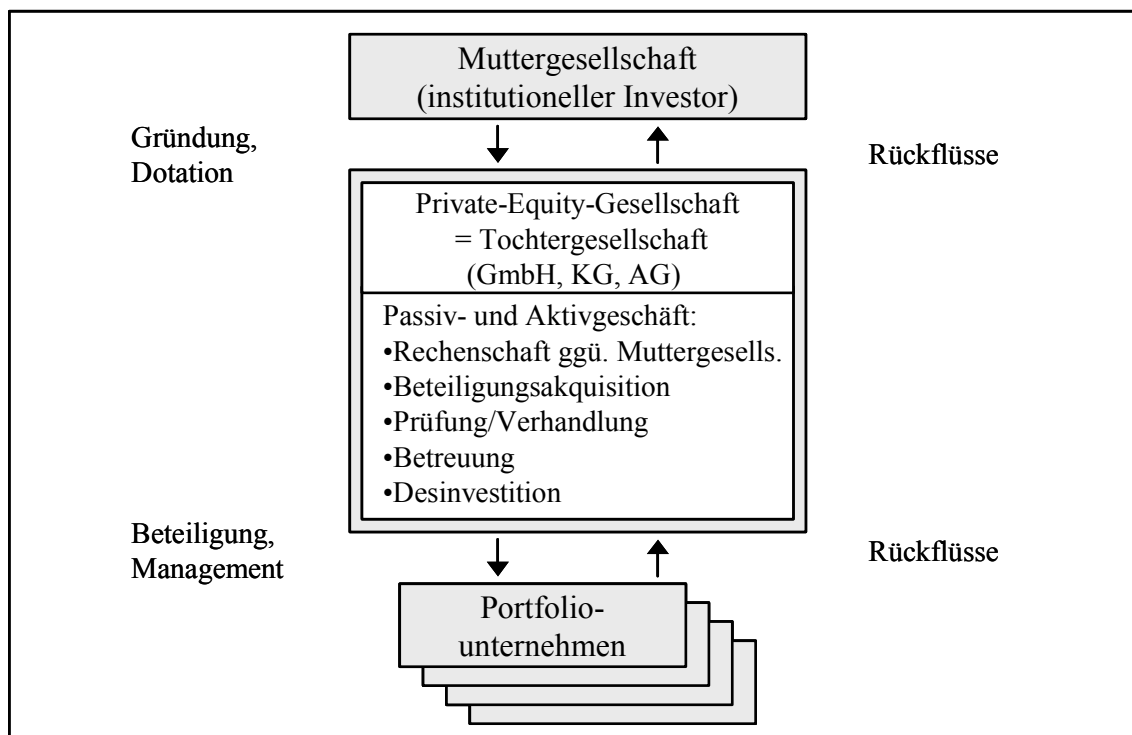


Abbildung 30: Monoistische Gesellschaftsform

Aus dem **Motiv der Haftungsbeschränkung** werden PEG häufig als GmbH, KG oder AG geführt.¹ Börsennotierte PEG besitzen die Möglichkeit zur Refinanzierung über die Börse, müssen sich jedoch den Publizitätspflichten unterwerfen.² Dies kann aufgrund der langfristigen Orientierung des PE-Geschäfts und möglicher Anlaufverluste insbesondere in der Frühphasenfinanzierung Probleme implizieren. Mitunternehmerische Gesellschaftsformen wie die KG offerieren den Vorteil möglicher Verlustzuweisungen an die Kapitalgeber, gleichzeitig jedoch Nachteile hinsichtlich der Versteuerung von Veräußerungsgewinnen.

Eine spezielle monoistische, bisher noch wenig verbreitete Rechtsform für PEG ist die Unternehmensbeteiligungsgesellschaft (UBG), deren Spezifika in Kapitel B. I. 2. gesondert dargestellt werden.

c) Dualistische Gesellschaftsformen

Weniger investoren- denn managementgesteuert ist das zweite Grundkonzept, welches Aktiv- und Passivgeschäft in **zwei rechtlich getrennten Gesellschaften** – Management- und Fondsgesellschaft – organisiert (vgl. Abbildung 31).

¹ Vgl. Zemke, I. (1995), S. 115-124.

² Vgl. Wupperfeld, U. (1994), S. 19.

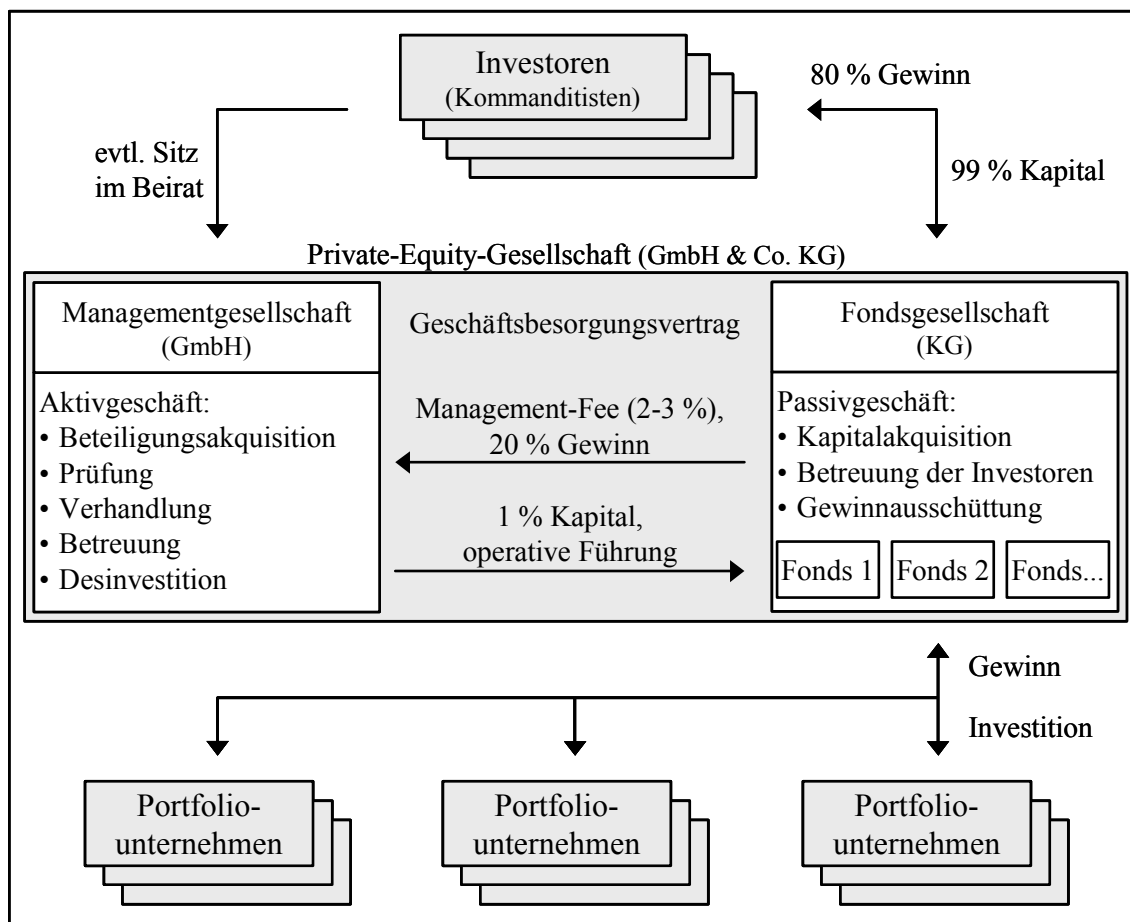


Abbildung 31: Dualistische Gesellschaftsform am Beispiel einer Private-Equity-Gesellschaft in der Rechtsform der GmbH & Co. KG

Die Fondsgesellschaft betreibt das Passivgeschäft, d. h. sie akquiriert das Kapital für einen oder mehrere Fonds, betreut die Investoren und schüttet die Gewinne aus. Geschäftszweck der separierten Managementgesellschaft ist die Beratung der Fondsgesellschaft bei der beteiligungspolitikkonformen Anlage des akquirierten Kapitals.¹ Im Rahmen dieses Mandats ist sie für alle Fragestellungen zuständig, die im Zusammenhang mit dem Eingehen und dem Management von Beteiligungen stehen. Management- und Fondsgesellschaft schließen einen **Geschäftsbesorgungsvertrag** ab, welcher die genauen Modalitäten des Beratungsmandats und der Entgeltstruktur festlegt. Die Managementgesellschaft erhält für die operative Führung i. d. R. eine jährliche „Management-Fee“, die zwischen 2 % und 3 % des Fondsvolumens ausmacht.² Als weitere Entgeltkomponente wird regelmäßig eine überproportionale Gewinnbeteiligung („carried interest“, i. d. R. 20 % des Gewinns) auf eine von der Managementgesellschaft

¹ Vgl. Schröder, Ch. (1992), S. 74.

² Vgl. Bader, H. (1996), S. 157.

geleistete Beteiligung am Fondsvolumen (i. d. R.: 1 % des Fondsvolumens) vereinbart.¹ Obwohl Management- und Fondsgesellschaften de jure getrennte Rechtspersönlichkeiten aufweisen, erfolgt die Leitung im Regelfall in **Personalunion**, so dass auf einen direkten Durchgriff der Managementgesellschaft auf das Fondsvermögen ausgegangen werden kann.²

Als Rechtsform wird in Deutschland häufig – vor allem bei privaten Kapitalgebern – die **GmbH & Co. KG** gewählt, welche die beiden separierten Bereiche Management- und Fondsgesellschaft in einer Personengesellschaft als eine PEG zusammenführt.³ Dabei ist der zur Vertretung und zur Geschäftsführung berechnigte Komplementär die Managementgesellschaft, deren Haftung dadurch begrenzt ist, dass sie als GmbH geführt wird. Um eine gewerbliche Prägung auszuschließen, empfiehlt es sich, die Geschäftsführung durch den Gesellschaftsvertrag ganz oder auch nur teilweise auf einen geschäftsführenden Kommanditisten zu übertragen.⁴ Die in der Höhe ihrer Einlage haftenden Kommanditisten sind die Kapitalgeber der PEG, wobei die Beteiligung der Anleger und die laufende Verwaltung aus Vereinfachungsgründen oftmals durch einen Treuhandkommanditisten erfolgt.⁵

Das Grundkonzept mit zwei rechtlich eigenständigen Gesellschaften ist **typisch für unabhängige PEG** und damit insbesondere im US-amerikanischen und angelsächsischen PE-Markt vorzufinden.⁶ Das Organisationskonzept der gesellschaftlichen Trennung ermöglicht es den unabhängigen Managementgesellschaften, gleichzeitig für verschiedene Fonds – ggf. auch mit unterschiedlichen Investitionsschwerpunkten – tätig zu sein, ohne selbst über entsprechende Kapitalmittel zu verfügen.⁷

B. Rahmenbedingungen für das Private-Equity-Geschäft

Die nachfolgenden Ausführungen geben einen Überblick über die in Deutschland bestehenden Rahmenbedingungen für das PE-Geschäft und würdigen diese insbesondere aus der Perspektive regionaler Kreditinstitute. Zunächst wird die Problematik eigenkapitalersetzender Gesellschafterdarlehen, die aus den Vorschriften des GmbHG resultieren,

¹ Aus Anreizgesichtspunkten wird oftmals zusätzlich eine „hurdle-rate“ vereinbart, d. h. eine zu erreichende Mindestrendite, die erwirtschaftet werden muss, bevor carried interests geleistet werden (vgl. Bader, H. (1996), S. 154-157).

² Vgl. Zemke, I. (1995), S. 114 f.

³ Vgl. Schröder, Ch. (1992), S. 74 f.; Zemke, I. (1995), S. 115-117.

⁴ Vgl. Weitnauer, W. (Hrsg.) (2001), S. 75-79.

⁵ Vgl. derselbe (2001b), S. 269.

⁶ Die dortige Dominanz unabhängiger PEG ist auf eine im Vergleich zu Kontinentaleuropa grundlegend anders strukturierte Investorenlandschaft zurückzuführen. Siehe I. Teil: B. III. 3.

⁷ Vgl. Wupperfeld, U. (1994), S. 19.

dargestellt und hinsichtlich der Implikationen für das PE-Geschäft (regionaler) Kreditinstitute analysiert. Danach werden mit der Unternehmensbeteiligungsgesellschaft (UBG) sowie dem Beteiligungs-Sondervermögen zwei rechtlich gesondert geregelte Organisationsvarianten des PE-Geschäfts vorgestellt. Gegenstand des zweiten Abschnitts sind die Implikationen der KWG-Vorschriften für das PE-Geschäft der Kreditinstitute. Abschließend wird ein Überblick über das staatliche Förderangebot gegeben, welches den Handlungsrahmen der regionalen Kreditinstitute im PE-Markt ebenfalls im erheblichen Maße determiniert.

I. Private-Equity-spezifische Rechtsvorschriften

1. Problematik eigenkapitalersetzender Gesellschafterdarlehen

Die Rechtsprechung und die später im GmbHG¹ kodifizierten Vorschriften zu der Problematik eigenkapitalersetzender Darlehen waren in der Vergangenheit ein **Hemmschuh für die Entwicklung des deutschen PE-Marktes**.² Durch die im Jahre 1998 vollzogene Novellierung verliert das Eigenkapitalrecht nicht an Bedeutung. Insbesondere die im PE-Geschäft tätigen Banken und Versicherungen, die mit den PU gleichzeitig Kreditgeschäfte tätigen, stehen unter dem Einfluss des Eigenkapitalrechts.

Die Rechtsprechung und Vorschriften zu den eigenkapitalersetzenden Darlehen haben den **Gläubigerschutz als Zielsetzung**. Sie fungieren als notwendiges Korrektiv zu der grundsätzlichen Freiheit der Gesellschafter, die eigene Gesellschaft mit Eigen- oder Fremdkapital auszustatten.³ Es soll verhindert werden, dass Gesellschafter im Falle einer Unternehmenskrise ihren Informationsvorsprung gegenüber unternehmensexternen Gläubigern ausnutzen, indem sie der Gesellschaft anstelle des erforderlichen haftenden Eigenkapitals nicht haftendes Fremdkapital zur Verfügung stellen (vgl. § 32 Abs. 1 GmbHG).

Dem liegt der Gedanke zugrunde, dass „ordentliche“ Kaufleute in einer Krisensituation entweder haftendes Eigenkapital bereitstellen oder aber, wenn sie keine Perspektive für das Unternehmen sehen, unverzüglich ihre Darlehen und Sicherheiten kündigen. Mit Letzterem akzeptieren sie jedoch, dass die Gesellschaft Insolvenzantrag stellen muss. Belassen die Gesellschafter ihre Darlehen in der Gesellschaft oder gewähren sie zusätzliche Darlehen, so wird zugunsten der unternehmensexternen Gläubiger vermutet, dass

¹ Die Anwendung der Gesetzesvorschriften ist nicht auf die Rechtsform GmbH begrenzt. Obgleich für Aktiengesellschaften kein Pendant zu den §§ 32 f. GmbHG existiert, sind aufgrund der Ausstrahlungswirkung die Vorschriften des GmbHG analog anzuwenden und ggf. anzupassen (vgl. Häuser, F. (2000), S. 1).

² Vgl. Kirchhoff, U./Land, G. (1994), S. 298 sowie Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (1995), S. 121.

³ Vgl. Brodersen, Ch./Schäfer, J. (1992), S. 33.

diese Mittel zur Unterstützung der Gesellschaft eingebracht werden und damit auch **als Haftungskapital zur Verfügung** stehen.

Als Folge dieser Umqualifizierung kann der Gesellschafter sein Darlehen nicht zurückfordern, solange sich das Unternehmen in der Krise befindet (§ 32a Abs. 1 GmbHG). Dies betrifft stets das gesamte Darlehen, nicht etwa nur ein die Krise abwendender Bruchteil der Darlehensforderung. Kommt es zur Insolvenz, kann der Darlehensgeber seinen **Anspruch auf Rückgewähr lediglich als nachrangiger Gläubiger** im Insolvenzverfahren geltend machen, da das Darlehen wie Eigenkapital behandelt wird. Als solches kann es auch keinen Zinsanspruch für den Darlehensgeber begründen. Es verliert seinen eigenkapitalersetzenden Charakter erst dann, wenn das Unternehmen die wirtschaftliche Krise überwunden hat.

Die Vorschriften zum Eigenkapitalersatz gelten analog, wenn das Darlehen zu dem Zeitpunkt, wenn die Gesellschafter als ordentliche Kaufleute Eigenkapital zugeführt hätten, durch einen Dritten gewährt wird und dieser hierfür seitens der Gesellschafter Sicherheiten bzw. eine Bürgschaft gestellt bekommt (§ 32a Abs. 2 GmbHG). Wird das Darlehen trotz Auszahlungsverbot an den Dritten zurückgezahlt, muss der Insolvenzverwalter diesen Betrag vom Gesellschafter, der die Sicherheit bzw. Bürgschaft gestellt hatte, zurückfordern (§ 32b GmbHG). Dies gilt auch für den Fall, dass das Darlehen bereits in dem Jahr vor der Insolvenzeröffnung zurückgezahlt wurde.

Nach altem Recht galten die Regeln zum Eigenkapitalersatz für jeden Gesellschafter unabhängig von der Beteiligungsgröße oder den tatsächlichen Möglichkeiten zur Einflussnahme. Diese undifferenzierte Betrachtung der Beteiligungsnehmer wurde mit Wirkung ab dem 24.04.1998 aufgehoben, indem § 32a Abs. 3 GmbHG durch einen zweiten Satz ergänzt wurde. Dieser auch als „**Kleinbeteiligungsprivileg**“ bezeichnete Passus sieht vor, nicht geschäftsführende Gesellschafter, deren Gesellschaftsanteil kleiner als 10 % ist, von den Regeln über den Eigenkapitalersatz auszunehmen.¹ Von Kleinbeteiligungsgesellschaftern bereitgestelltes Fremdkapital darf auch in der Krise gekündigt und zurückgezahlt werden, ohne dass dies seitens des Insolvenzverwalters nachträglich angefochten werden könnte. Ebenso wenig sind die ungekündigten schuldrechtlichen Ansprüche im Insolvenzfall nachrangig zu behandeln.

Um die Relevanz und Wirkung des Kleinbeteiligtenprivilegs für das PE-Geschäft der Kreditinstitute beurteilen zu können, muss nach der Art der organisatorischen Ausges-

¹ Für Aktiengesellschaften liegt der Grenzwert für das Kleinbeteiligtenprivileg gemäß Rechtssprechung regelmäßig bei 25 % des Stammkapitals (vgl. Häuser, F. (2000), S. 4 f.).

taltung differenziert werden. Grundsätzlich wird zwischen direkter und indirekter Beteiligung unterschieden.¹

Abbildung 32 verdeutlicht die Wirkungsweise des Kleinbeteiligtenprivilegs. Sofern es sich um eine **direkte Beteiligung** handelt, ist die Relevanz des § 32a Abs. 3 GmbHG einfach zu überprüfen. Wenn das Kreditinstitut keine Geschäftsführerfunktion wahrnimmt und zudem der Kapitalanteil kleiner als 10 % ist, finden die Regeln zu den eingekapitalersetzenden Darlehen keine Anwendung. Andere Ausgestaltungen der direkten Beteiligung sind aus Sicht der Kreditinstitute dringendst zu vermeiden.

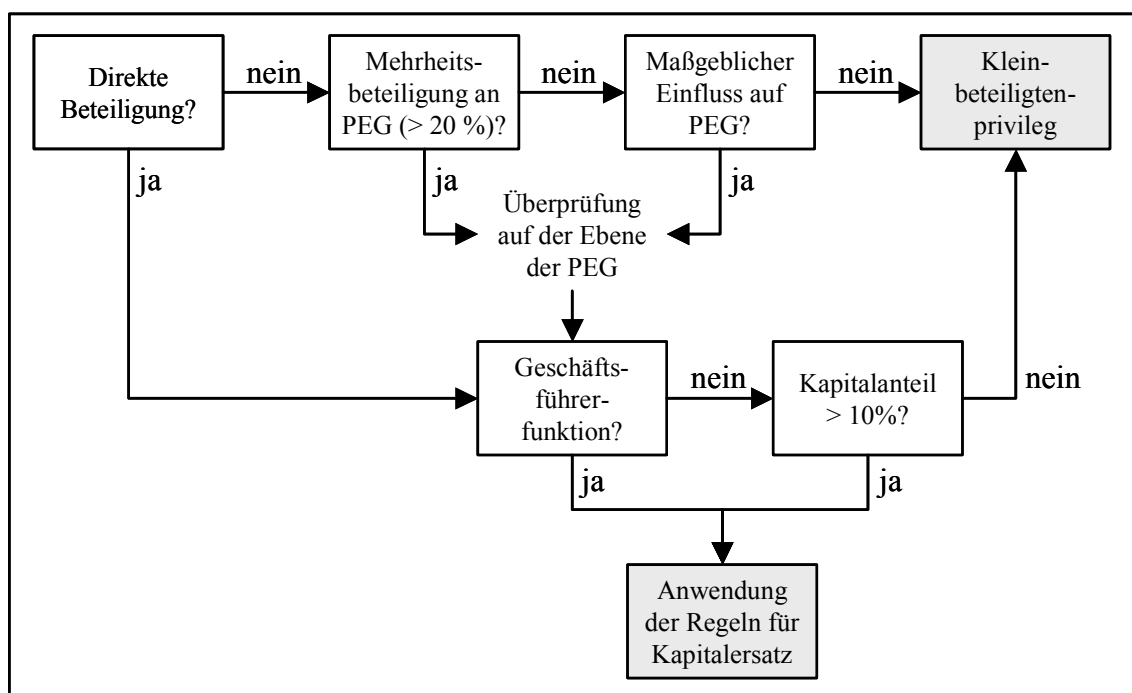


Abbildung 32: Relevanz des Kleinbeteiligtenprivilegs gemäß § 32a Abs. 3 GmbHG für das Private-Equity-Geschäft der Kreditinstitute

Erfolgt die Beteiligung **indirekt über eine PEG**, ist zu prüfen, welchen Einfluss das Kreditinstitut auf die PEG ausüben kann. PEG, an denen ein Anteil von über 20 % gehalten wird (Captive/Semi-Captive), werden gemäß § 10a Abs. 4 KWG als nachgeordnete Unternehmen qualifiziert, so dass von der Möglichkeit der Einflussnahme zwingend auszugehen ist. In diesem Fall steht die indirekte Beteiligung des Kreditinstituts der direkten Beteiligung durch die PEG gleich. Eine Durchrechnung des quotalen Anteils des Kreditinstituts an dem PU ist nicht statthaft.² Die Ausschlusskriterien „Ge-

¹ Der theoretische Sonderfall, dass Beteiligungen gleichzeitig direkt als auch über eine zwischengeschaltete PEG erfolgen, bleibt unberücksichtigt.

² Vgl. Häuser, F. (2000), S. 10-12.

schäftsführerfunktion“ und „Kapitalanteil“ sind infolgedessen auf der Ebene der PEG zu überprüfen.

Maßgeblicher Einfluss des Kreditinstituts auf die Geschäftsführung der PEG kann auch bei einem Kapitalanteil kleiner als 20 % gegeben sein, z. B. durch Beherrschungsverträge oder durch die faktische Geschäftsführung. Da es in solchen Fällen an einer eindeutigen Rechtssprechung mangelt, sollten zur Nutzung des Kleinbeteiligtenprivilegs die nachgelagerten Prüfkriterien unbedingt verneint werden können.

Handelt es sich schließlich bei der Beteiligung an der PEG um eine Minderheitsbeteiligung ohne maßgeblichen Einfluss auf die PEG, kann das Kleinbeteiligtenprivileg der herrschenden Meinung nach durch das Kreditinstitut direkt in Anspruch genommen werden; eine **Berechnung des quotalen Anteils am PU ist nicht erforderlich**.¹ Es ist in diesem Fall irrelevant, wie hoch der Anteil der PEG an dem PU ist.

Die Aufnahme des Kleinbeteiligtenprivilegs in die Vorschriften zu den eigenkapitalersetzenden Darlehen führte zu einer intensiven Kritik, die insbesondere die Schwächung der Gläubigerposition hervorhebt.² Fakt ist, dass die gewerbliche Kreditwirtschaft im besonderen Maße von dieser Deregulierung profitieren, wird ihr doch ein **Gestaltungsraum eröffnet**, der es erlaubt, die negativen Konsequenzen des Kapitalersatzrechts durch eine gezielte Steuerung der PE-Aktivitäten zu umgehen.

Eine weitere Aufweichung der Kapitalersatzvorschriften resultiert aus der Einfügung des sogenannten „**Sanierungsprivilegs**“ (§ 32a Abs. 3 GmbHG) im Zuge der Umsetzung des KonTraG mit Wirkung zum 01.05.1998. Hintergrund dieser Änderung ist eine über lange Zeit kontrovers geführte Diskussion über die als sanierungsfeindlich bezeichnete Wirkung der Eigenkapitalersatz-Regelungen. Durch die Vorschriften alter Fassung wurde eine Krisensituation geradezu verstärkt, da sie die sofortige Kündigung von Gesellschafterdarlehen im Vergleich zur Fortführung begünstigten.³ Die neue Regelung sieht vor, dass ein Darlehensgeber, der Geschäftsanteile **zur Überwindung einer Unternehmenskrise kauft**, nicht damit bestraft wird, dass seine bestehenden und neuen Kredite unter die Regelungen des Eigenkapitalersatzes fallen, sondern von diesen Vorschriften freigestellt wird.⁴ Diese Änderung birgt die Gefahr, dass das Kapitalersatzrecht zu Lasten der Gläubiger ausgehöhlt wird, indem im überproportionalen Maße Fremdkapital bereitgestellt wird.

¹ Vgl. Häuser, F. (2000), S. 12

² Vgl. ebenda, S. 14 ff.

³ Vgl. Brodersen, Ch./Schäfer, J. (1992), S. 33.

⁴ Dies bedeutet nicht, dass bereits als eigenkapitalersetzend qualifizierte Darlehen durch den Erwerb neuer Geschäftsanteile rückwirkend freigestellt werden können.

Aus der Sicht der Kreditinstitute ist das Sanierungsprivileg zusammen mit dem Kleinbeteiligtenprivileg eine deutliche Entschärfung des Eigenkapitalersatzrechts und damit eine verbesserte Grundlage für eine Intensivierung der PE-Aktivitäten. Dennoch **muss die organisatorische Ausgestaltung des Geschäftsfeldes PE in jedem Fall sicherstellen**, dass die Risiken des Kapitalersatzrechts rechtsverbindlich ausgeschlossen werden. Die Ausführungen im dritten Hauptteil der Arbeit zum Aufbau und Steuerung des Geschäftsfeldes PE werden diesen Anforderungen explizit Rechnung tragen.

2. Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG)

a) Zielsetzung und Entwicklungsgeschichte des UBGG

Vor dem Hintergrund einer an Intensität gewinnenden Diskussion über die mangelhafte Eigenkapitalausstattung der mittelständischen Wirtschaft wurde 1986 mit dem Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften ein **spezieller Typus der PEG** geschaffen. Mit diesem Schritt wurden im Wesentlichen zwei Ziele verfolgt. Zum einen sollte den kapitalnachfragenden KMU ohne Börsenzugang durch die Etablierung von Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBG) ein indirekter Zugang zum Eigenkapitalmarkt eröffnet werden, um so die Eigenkapitalbasis deutscher Unternehmen nachhaltig zu stärken. Zum anderen sollte der neue Unternehmenstypus dazu dienen, einem breiten privaten Anlegerpublikum die Möglichkeit zu verschaffen, sich am Produktivvermögen mittelständischer Unternehmen zu beteiligen.¹

Der gesetzliche Rahmen wurde – den Zielsetzungen folgend – so ausgestaltet, dass die Beteiligungsmöglichkeiten durch entsprechende Anlagegrundsätze weitgehend **auf KMU begrenzt** wurden. Ferner wurde die Verpflichtung zu Refinanzierung am öffentlichen Kapitalmarkt im UBGG festgeschrieben. Um die Gesellschaftsform trotz dieser einschränkender Auflagen attraktiv zu gestalten, versuchte der Gesetzgeber, die Nachteile insbesondere durch steuerliche Anreize zu kompensieren.

Rückblickend ist festzustellen, dass sich die hohen Erwartungen an den neuen Gesellschaftstyp UBG nicht erfüllt haben. Mit 16 registrierten UBG wurde 1992 der bis dahin höchste Stand an PEG dieser Rechtsform verzeichnet.² Ohne die einzelnen Vorschriften des ursprünglichen UBGG an dieser Stelle zu vertiefen, kann die **mangelnde Akzeptanz** des neu geschaffenen Unternehmenstypus auf das Missverhältnis von Restriktionen und Anreizen zurückgeführt werden. Als problematisch erwiesen sich insbesondere die mangelnde Flexibilität der Anlagebestimmungen, die zu engen zeitlichen Vorgaben zur Auflösung von Beteiligungen sowie der Zwang zum öffentlichen Angebot der An-

¹ Vgl. Fanselow, K.-H./Stedler, H. R. (1994), S. 740.

² 1997 existierten noch neun UBG (vgl. Fanselow, K.-H./Stedler, H. R. (1998), S. 290 ff.; Raab, W. (1997), S. 33).

teile und die damit einhergehende Beschränkung der UBG auf die Rechtsform der Aktiengesellschaft.¹ Die Ursprungsfassung des UBGG von 1986 wurde daher im Rahmen des zweiten (1994) und dritten (1998) Finanzmarktförderungsgesetzes **umfangreichen Deregulierungen** unterworfen. Die Zielsetzung, private Anleger am Produktivvermögen des Mittelstands zu beteiligen, rückte dabei gegenüber der angestrebten Belebung des Marktes für Beteiligungskapital klar in den Hintergrund.² Die wichtigsten Regeln der heute gültigen Fassung des UBGG werden im folgenden Abschnitt vorgestellt.

b) Zentrale Vorschriften des UBGG

PEG, die unter der Bezeichnung „Unternehmensbeteiligungsgesellschaft“ Geschäfte betreiben, bedürfen der behördlichen Anerkennung, welche an eine Reihe von Voraussetzungen geknüpft ist (§ 1 UBGG). Gemäß § 2 Abs. 2 UBGG darf der satzungsgemäß bzw. gesellschaftsvertraglich festgelegte Geschäftszweck einer UBG ausschließlich in **dem Erwerb, dem Halten, der Verwaltung und der Veräußerung von Wagniskapitalbeteiligungen**³ liegen. Neben diesen im Unternehmensgegenstand festgeschriebenen Geschäften dürfen UBG ausschließlich die in § 3 UBGG genannten Geschäfte tätigen. Hierzu zählen die Darlehensgewährung an PU, die Geldanlage bei Kreditinstituten und der Ankauf von Schuldverschreibungen sowie zur Refinanzierung die Kreditaufnahme und das Begeben von Genussrechten und Schuldverschreibungen.⁴

Im Unterschied zum UBGG alte Fassung, welche ausschließlich die Rechtsform AG zuließ, dürfen UBG nach der Novellierung durch das dritte Finanzmarktförderungsgesetz nunmehr in der Rechtsform AG, GmbH, KG oder KGaA betrieben werden. Das Mindeststamm- bzw. Grundkapital der UBG beträgt eine Mio. Euro (vgl. § 2 Abs. 4 UBGG).⁵ Durch die Erweiterung der möglichen Gesellschaftsformen wird das ursprüngliche Modell eines großen Aktionärskreises verworfen. Stattdessen wird im UBGG neue Fassung zwischen **offenen UBG** und **integrierten UBG** differenziert.

Integrierte UBG unterliegen keinerlei Restriktionen hinsichtlich ihres Gesellschafterkreises. Es ist möglich, eine integrierte UBG als 100%ige Tochtergesellschaft und damit

¹ Vgl. Ehlermann, Ch./Schüppen, M. (1998), S. 1514.

² Vgl. ebenda.

³ Der in § 1a Abs. 2 UBGG definierte Begriff der „Wagniskapitalbeteiligung“ umfasst Aktien, Geschäftsanteile an einer GmbH, Kommanditanteile, Beteiligungen als Komplementär, Beteiligungen als stiller Gesellschafter i. S. des § 230 HGB sowie Genussrechte.

⁴ Wenn Schuldverschreibungen durch die UBG begeben werden, dürfen Darlehen an die Beteiligungsunternehmen nur dann gewährt werden, wenn diese mit einer Nachrangerklärung versehen sind (vgl. § 4 Abs. 4 UBGG).

⁵ Das UBGG enthält keine Aussage bezüglich einer Mindest-Kommanditeinlage. Da es sich bei der Nicht-Nennung um ein Redaktionsversehen im Zuge der Gesetzesnovellierung handelt, sind die Vorschriften für das Mindestgrund- und Stammkapital analog anzuwenden (vgl. Ehlermann, Ch./Schüppen, M. (1998), S. 1515).

als abhängige PEG bzw. Captive zu führen. Mit der Einführung der integrierten UBG wurde insbesondere den Spezifika des Sparkassensektors Rechnung getragen, die das Beteiligungsgeschäft häufig in eine 100%ige Tochtergesellschaft ausgegliedert haben.¹ Den Freiheitsgraden hinsichtlich der Gesellschafterstruktur stehen jedoch Anlagerestriktionen gegenüber. Hierdurch möchte der Gesetzgeber ausschließen, dass die mit Steuervorteilen ausgestatteten UBG als Gesellschaftsform für konzerninterne Holdingstrukturen missbraucht wird.² So darf eine integrierte UBG nur Beteiligungen an Unternehmen halten, welche mindestens eine natürliche Person als Geschäftsführer haben, die mindestens 10 % der Stimmrechte an dem PU hält (§ 4 Abs. 4 UBGG). Einzelne Beteiligungen sind auf 49 % der Stimmrechte des PU begrenzt. Einmalig darf diese Grenze überschritten werden, muss dann jedoch binnen eines Jahres auf unter 50 % zurückgeführt werden (§ 4 Abs. 4 UBGG).

Gesellschafter einer **offenen UBG** dürfen an der UBG fünf Jahre nach der Anerkennung – unmittelbar und mittelbar – maximal einen Anteil von 40 % des Kapitals bzw. der Stimmrechte halten (§ 7 Abs. 1 UBGG). Da durch diese Vorschrift die Möglichkeit, eine UBG als konzerninterne Holdinggesellschaft zu missbrauchen, weitgehend ausgeschlossen wird, sind die Anlagegrundsätze für offene UBG entsprechend weniger restriktiv formuliert. Zwar liegt die Beteiligungsobergrenze auch für offene UBG bei 49 % der Stimmrechte eines PU (§ 4 Abs. 3 UBGG). Für die Rückführung einer – einmalig möglichen – Überschreitung dieser Anteilsquote wird jedoch eine großzügige Übergangsfrist von acht Jahren eingeräumt. Vorschriften bezüglich des Erfordernisses einer natürlichen Person als Geschäftsführer gibt es für offene UBG nicht.

Die **für offene und integrierte UBG übereinstimmenden Anlagegrenzen** zielen auf die Risikodiversifikation sowie auf den PE-Charakter der Beteiligungen. Bis auf zwei Ausnahmen werden die Anlagegrenzen in Relation zur Bilanzsumme der UBG formuliert. Dabei ist festzustellen, dass der kritische Schwellenwert für die verschiedenen relativen Anlagegrenzen übereinstimmend 30 % der Bilanzsumme der UBG beträgt. Er gilt als Obergrenze für einzelne Beteiligungen (§ 4 Abs. 1 UBGG)³, für die Gesamtheit der Beteiligungen an börsennotierten Unternehmen (§ 4 Abs. 2 UBGG), für die Gesamtheit der Beteiligungen außerhalb der EU/EWR (§ 4 Abs. 5 UBGG), für die Gesamtheit aller länger als 12 Jahre gehaltenen Beteiligungen (§ 4 Abs. 6 UBGG), für die Gesamtheit aller vergebenen Darlehen (§ 4 Abs. 7 UBGG) sowie als Einzelobergrenze für die Summe aus Darlehen und Beteiligungsbuchwert pro PU (§ 4 Abs. 7 UBGG). Ergänzt werden die Anlagegrenzen durch das Verbot von Beteiligungen an börsennotierten Unternehmen, deren Bilanzsumme 250 Mio. € übersteigt (§ 4 Abs. 2 UBGG) und

¹ Vgl. Hertz-Eichenrode, A. (1998), S. 12.

² Vgl. Ehlermann, Ch./Schüppen, M. (1998), S. 1515.

³ Maßgeblich für die Anrechnung auf die Anlagegrenzen ist der Zeitpunkt des Beteiligungserwerbs.

durch die Begrenzung einzelner Darlehen auf das dreifache der Anschaffungskosten der zugehörigen Beteiligung (§ 4 Abs. 7 UBGG).

Besondere Bedeutung ist den im UBGG kodifizierten Vorschriften hinsichtlich **Jahresabschluss, Lagebericht** und **Abschlussprüfung** beizumessen. UBG, die als Kapitalgesellschaft geführt werden, sind mangels Umsatzerlösen und Mitarbeitern regelmäßig als kleine Kapitalgesellschaften im Sinne des § 267 Abs. 1 u. 2 HGB einzustufen. Gemäß § 8 Abs. 1 UBGG müssen sie dennoch den Jahresabschluss und den Lagebericht entsprechend den Vorschriften für mittelgroße Kapitalgesellschaften erstellen. Hierdurch entsteht ein erheblicher Mehraufwand, ein erhöhtes Maß an Publizität sowie eine Prüfungspflicht für die UBG gemäß § 316 Abs. 1 HGB. Auch als KG geführte UBG müssen – unabhängig von der Unternehmensgröße – den Jahresabschluss und den Lagebericht analog zu mittelgroßen Kapitalgesellschaften erstellen.¹

Um trotz dieser weitreichenden Einschränkungen einen Anreiz zu schaffen, den Unternehmenstyp UBG zu wählen, ist diese Gesellschaftsform mit verschiedenen Vorzügen ausgestattet worden. So ist die UBG gemäß § 3 Nr. 23 GewStG von der **Gewerbsteuer** befreit. Auch die Gesellschafter der UBG sind, sofern sie mindestens 10 % der UBG-Anteile halten, über das Schachtelprivileg von der Gewerbesteuer befreit (§ 9 Nr. 2a GewStG).²

Ebenfalls von großer Bedeutung ist, dass die Anerkennung als UBG **Rechtssicherheit** – insbesondere für den Bereich des Steuerrechts – sowie weitgehende **Gestaltungsfreiheit** sicherstellt.³ Darüber hinaus verfügen UBG durch das Zusammenwirken von Anerkennungsverfahren und dem in § 20 UBGG verankerten Bezeichnungsschutz über einen **Vertrauensvorschuss** – sowohl auf Investorenebene als auch auf der Ebene der PU.

Ferner regelt § 24 UBGG eindeutig und abschließend, dass die Vorschriften für **kapitalersetzende Gesellschafterdarlehen** im Sinne von § 32a GmbHG auf die UBG nicht anzuwenden sind. Dass dieser Punkt gerade für Kreditinstitute, die mit ihren Kunden gleichzeitig sowohl PE- als auch Kreditgeschäfte tätigen, höchst relevant ist, wurde im vorherigen Abschnitt bereits verdeutlicht.

Tabelle 9 fasst in einem Überblick die wichtigsten Regelungen für UBG gemäß UBGG und GewStG zusammen.

¹ Ausgenommen sind die Vorschriften der §§ 325 bis 329 HGB, welche die Offenlegung betreffen.

² Vgl. Schefczyk, M. (2000), S. 81.

³ Vgl. Ehlermann, Ch./Schüppen, M. (1998), S. 1521.

Zulässige Rechtsformen	AG, GmbH, KG oder KGaA
Grund- u. Stammkapital/ Kommanditeinlage	Mindestens eine Million Euro (voll geleistet)
Zulässige Geschäfte	<ul style="list-style-type: none"> • Erwerb, Halten, Verwaltung und Veräußerung von Wagniskapitalbeteiligungen (= Unternehmensgegenstand) • Darlehen an PU • Geldanlage bei Kreditinstituten, Ankauf von Schuldverschreibungen • Kredite aufnehmen, Genussrechte und Schuldverschreibungen begeben
Gesellschafterstruktur offene UBG	Maximale Beteiligungsquote eines Gesellschafters: 40 % des Kapitals bzw. der Stimmrechte (Übergangsfrist 5 Jahre)
Anlagegrenzen für offene UBG	Einzelobergrenze Beteiligungen: max. 49 % der Stimmrechte (Übergangsfrist 8 Jahre)
Anlagegrenzen für integrierte UBG	<ul style="list-style-type: none"> • Einzelobergrenze Beteiligungen: max. 49 % der Stimmrechte (Übergangsfrist 1 Jahr) • Mindestens ein Geschäftsführer muss eine natürliche Person sein, die mindestens 10 % der Stimmrechte hält
Anlagegrenzen für offene und integrierte UBG	<ul style="list-style-type: none"> • Einzelobergrenze Beteiligungen: 30 % der UBG-Bilanzsumme • Gesamtobergrenze Beteiligungen an börsennotierten Unternehmen: 30 % der UBG-Bilanzsumme • Keine Beteiligungen an börsennotierten Unternehmen mit einer Bilanzsumme > 250 Mio. € • Gesamtobergrenze Beteiligungen an Unternehmen außerhalb EU/EWR: 30 % der UBG-Bilanzsumme • Gesamtobergrenze länger als 12 Jahre gehaltenen Beteiligungen: 30 % der UBG-Bilanzsumme (typische stille Beteiligungen bleiben unberücksichtigt) • Einzelobergrenze Darlehen: dreifache Anschaffungskosten der an dem Darlehensnehmer gehaltenen Beteiligungen • Einzelobergrenze Darlehen + Buchwert Beteiligung: 30 % der UBG- Bilanzsumme • Gesamtobergrenze Darlehen: 30 % der UBG-Bilanzsumme
Jahresabschluss und Lagebericht	Mindestens entsprechend den Vorschriften für mittelgroße Kapitalgesellschaften (auch für KG)
Vorzüge der UBG	<ul style="list-style-type: none"> • Gewerbesteuerbefreiung für die UBG und für Eigentümer, die mindestens 10 % der UBG-Anteile halten • Rechtssicherheit und weitgehende Gestaltungsfreiheit • Bezeichnungsschutz • Regeln über Eigenkapitalersatz finden keine Anwendung

Tabelle 9: Wichtige Regelungen für UBG¹¹ Quelle: UBGG und GewStG.

c) Würdigung der Gesellschaftsform UBG

Der allgemeine Nutzen des für den PE-Bereich geschaffenen Unternehmenstypus „UBG“ muss sich an der Akzeptanz in der Praxis messen lassen. Die bisher geringe Verbreitung dieser Gesellschaftsform zeigt, dass Restriktionen und Vorzüge nach wie vor in einem Missverhältnis zueinander stehen. Aufgrund des relativ kurzen Zeitraums seit der letzten Novellierung sowie den zwischenzeitlich durchgeführten bzw. angekündigten steuerrechtlichen Änderungen ist es jedoch für eine abschließende empirische Erfolgsbeurteilung der Gesellschaftsform UBG noch zu früh.

Fest steht, dass mit der Deregulierung im Zuge des dritten Finanzmarktförderungsgesetzes **wesentliche zuvor bestehende Problemfelder hinsichtlich der Kapitalbeschaffung und -anlage ausgeräumt** wurden. Der Wegfall des Zwangs zum öffentlichen Angebot der UBG-Anteile und die Möglichkeit der Integration der UBG als 100%ige Tochtergesellschaft oder als halbabhängige PEG, kommt insbesondere den Präferenzen von Kreditinstituten entgegen.¹ Die Zulassung alternativer Rechtsformen ist vor dem Hintergrund, dass der überwiegende Teil der deutschen PEG als GmbH bzw. GmbH & Co. KG firmiert, positiv zu bewerten, da sich so eine Umwandlung weniger aufwendig gestaltet.²

Mit dem Gesetz zur Senkung der Steuersätze und zur Reform der Unternehmensbesteuerung (Steuersenkungsgesetz) sind Kapitalgesellschaften von Veräußerungsgewinnen aus Beteiligungen an Kapitalgesellschaften vollständig freigestellt.³ Dieser Reformschritt führt dazu, dass ein **Privileg der UBG gegenüber anderen Gesellschaftsformen wegfällt**. Das schließlich verbleibende Steuerprivileg der Gewerbesteuerfreiheit ist als bedeutender Vorzug der UBG einzustufen, kann im Ergebnis jedoch auch durch andere Gesellschaftskonstruktionen, wie z. B. durch die Domizilierung der PEG in steuergünstigen Drittländern, erreicht werden.⁴

Ob die Gesellschaftsform UBG für die Praxis geeignet ist, hängt nicht zuletzt von der **individuellen Anlagepolitik einer PEG** ab. Die im UBGG formulierten Restriktionen müssen nicht notwendigerweise im Widerspruch zu den Anlagegrundsätzen einer PEG stehen. Für (regionale) Kreditinstitute ist insbesondere die Freistellung von der **Problematik des § 32a GmbHG** ein bedeutendes Argument für die UBGG.

¹ Vgl. Hertz-Eichenrode, A. (1998), S. 12.

² Vgl. Heitzer, B. (2000), S. 93.

³ Vgl. Kußmaul, H./Junker, A. (2000), S. 422.

⁴ Vgl. Schefczyk, M. (2000), S. 85.

3. Besondere Vorschriften für Beteiligungs-Sondervermögen im Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG)

Mit dem Beteiligungs-Sondervermögen wurde im Zuge des zweiten Vermögensbeteiligungsgesetzes von 1986 eine weitere spezifische Form der PE-Intermediation geschaffen. Ziel ist es, die Vermögensbildung und Mitarbeiterbeteiligung zu verbessern.¹ Da **bisher noch keine Beteiligungs-Sondervermögen** gebildet wurden, fehlt den im KAGG verankerten Vorschriften die praktische Relevanz.² Nachfolgend werden daher ausschließlich die zentralen Regelungen bezüglich des Beteiligungs-Sondervermögens und deren Problemfelder kritisch gewürdigt.

Bei dem Beteiligungs-Sondervermögen handelt es sich um eine **Art von Investmentfonds**. Analog zu der Organisation des Investmentfondsgeschäfts werden Kapitalanlagegesellschaft und Depotbank voneinander getrennt. Grundsätzlich können durch die KAG laufend Anteile herausgegeben werden, die gemäß § 25h KAGG vom Investor in der Reihenfolge ihrer Vorlage zu dem am Tage der Auszahlung ermittelten Rücknahmepreis (Inventarwert) zurückgegeben werden können.

Die **äußerst restriktiv formulierten Anlagegrundsätze** für das Beteiligungs-Sondervermögen dienen der Risikobegrenzung und tragen zudem dem Erfordernis einer schnellen Liquidierbarkeit des Sondervermögens Rechnung. Gemäß der §§ 25a und b Abs. 1 KAGG darf das eingelegte Geld ausschließlich in Wertpapiere, Schuldscheindarlehen und stillen Beteiligungen investiert werden.³ Bereits durch diese Einschränkung wird das Beteiligungs-Sondervermögen als Organisationsform für das PE-Geschäft unattraktiv, da jede Flexibilität hinsichtlich maßgeschneiderter Finanzierungslösungen genommen wird. Die Anlagemöglichkeiten werden jedoch noch weiter eingegrenzt: einzelne stille Beteiligungen dürfen max. 5 %, die Summe der stillen Beteiligungen max. 30 % des Sondervermögens ausmachen (§§ 25b Abs. 2 und 3 KAGG). Die Gesamtbergrenze für stille Beteiligungen bedeutet im Umkehrschluss, dass mindestens 70 % des Sondervermögens in Wertpapieren und Schuldscheindarlehen investiert werden müssen. Eine auf PE-Investments fokussierte Unternehmensstrategie wird hiermit ausgeschlossen. Potenziellen Anlegern stellt sich das Beteiligungs-Sondervermögen als

¹ Vgl. Schefczyk, M. (2000), S. 86.

² Vgl. ebenda, S. 87.

³ Stille Beteiligungen sind nur möglich, wenn sich Sitz und Geschäftsleitung des Beteiligungsunternehmens im Inland befinden und keine Aktien des Beteiligungsunternehmens an einem organisierten Markt gehandelt werden. Darüber hinaus muss ein Abschlussprüfer testieren, dass die Gegenleistung für die aus dem Sondervermögen zu leistende Einlage angemessen ist (vgl. § 25b Abs. 1 Satz 2. b) KAGG). Hierzu hat er den letzten Jahresabschluss des Beteiligungsunternehmens heranzuziehen, der nach den Vorschriften für große Kapitalgesellschaften aufgestellt sein muss, um anhand dieser Informationen die Erwartungswerte diverser betriebswirtschaftlicher Kennzahlen zu ermitteln (vgl. § 25b Abs. 2 KAGG).

eine wenig transparente Mischform dar, die eine bewusst vollzogene Asset-Allokation nicht ermöglicht.

Ein weiterer Problemkreis ist die Verpflichtung zur **jederzeitigen Rücknahme der Anteile**, welche eine fortlaufende Bewertung der stillen Beteiligungen erforderlich macht. Dies ist nur mit erheblichem Mehraufwand hinsichtlich Jahresabschluss, Abschlussprüfung und Überwachung sowohl für die PU als auch für die Depotbank und die Kapitalanlagegesellschaft darstellbar.¹ Zudem sind die vorgegebenen Bewertungsalgorithmen auf Basis des Ertragswertverfahrens hinsichtlich Verständlichkeit und Validität kritisch zu beurteilen und gegenüber einer Bewertung durch den Markt eindeutig unterlegen.²

Auch ohne eine vollständige Darstellung der Rahmenbedingungen wird deutlich, dass die Gestaltungsfreiheiten des Beteiligungs-Sondervermögens im erheblichen Maße eingeschränkt sind. Es finden sich kaum Argumente, die dafür sprechen, das PE-Geschäft in Form eines Beteiligungs-Sondervermögens zu organisieren. Die ursprünglich als kompensierendes Privileg gewährte Steuerbefreiung für Veräußerungsgewinne von Beteiligungs-Sondervermögen wurde im Rahmen des Steuersenkungsgesetzes 1999/2000/2002 aufgehoben. In der Summe sind somit – insbesondere im Vergleich zur UBG – **keine Vorteile für das Beteiligungs-Sondervermögen** festzustellen.³

II. Beteiligungsrestriktionen gemäß KWG

1. Relevanz des KWG für das Private-Equity-Geschäft

Das KWG grenzt den Gestaltungsraum der Kreditinstitute hinsichtlich des Beteiligungsgeschäfts aus Gründen des Gläubigerschutzes von zwei Seiten ein. Einerseits verwendet der Gesetzgeber im KWG explizit den Begriff der Beteiligung. So reglementiert **§ 12 KWG das Risiko „bedeutender“ und „dauerhafter“ Beteiligungen an Unternehmen außerhalb des Finanzsektors**.

Auf der anderen Seite resultieren Eingrenzungen des PE-Geschäfts aus Vorschriften, die sich dem Kreditgeschäft widmen, denn mit der fünften KWG-Novelle hat der klassische Kreditbegriff umfangreiche Erweiterungen erfahren. Die Bezeichnung „Kredit“ im Sinne des § 19 Abs. 1 KWG beschränkt sich nunmehr nicht auf die klassischen Kreditformen wie Gelddarlehen, Bürgschaften und Garantien, sondern umfasst grundsätzlich alle einem Adressaten zuordenbaren Risikoaktiva.⁴ So fallen auch Beteiligungen unter

¹ Vgl. Schefczyk, M. (2000), S. 87.

² Vgl. Gerke, W./Schöner, M. A. (1988), S. 201-206.

³ Vgl. Bilstein, J. (1989), S. 70.

⁴ Vgl. Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (1994a), S. 65 f.

die weite Begriffsdefinition des § 19 Abs. 1 KWG.¹ Die Vorschriften des § 13 KWG (**Großkredite**) und des § 14 KWG (Millionenkredite) sind dementsprechend auf PE-Engagements anzuwenden.²

Um die Geltungsbereiche und Funktionsweise der vorgenannten KWG-Vorschriften zu konkretisieren, werden zunächst nochmals die grundlegenden Organisationsmöglichkeiten des PE-Geschäfts in die Betrachtung aufgenommen. Wie in Abbildung 33 visualisiert, bestehen für Kreditinstitute drei Möglichkeiten, das PE-Geschäft zu betreiben.³

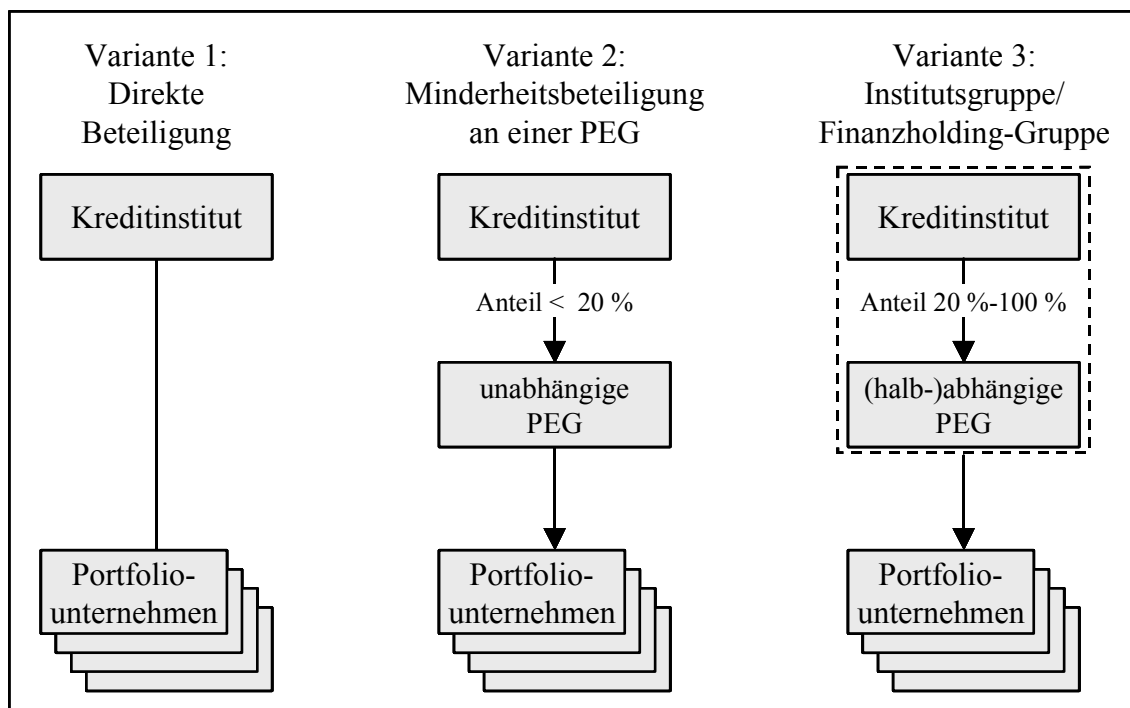


Abbildung 33: Grundlegende organisatorische Varianten der Private-Equity-Finanzierung durch Kreditinstitute

¹ Vgl. § 19 Abs. 1 Satz 2 Nr. 7.

² Die Vorschriften zur Eigenmittelausstattung (§§ 10 u. 10a KWG) werden von der Betrachtung ausgenommen. Zwar unterliegen PE-Beteiligungen als Bilanzaktiva der Grundsatz-Anrechnung. Im Falle eines Eigenkapitalengpasses können hieraus Restriktionen für das PE-Geschäft resultieren. Da jedoch ein Eigenkapitalengpass durch die Gesamtheit der zu unterlegenden Geschäfte begründet wird und nicht auf ein einzelnes PE-Geschäft zurückzuführen ist, wird auf eine Darstellung der Grundsatzanrechnung verzichtet. Ebenfalls nicht vertieft wird die Problematik bezüglich einer Erlaubnispflicht für das PE-Geschäft gemäß § 32 KWG (siehe hierzu ausführlich Weitnauer, W. (Hrsg.) (2001), S. 68-72). Neben den Vorschriften für Kreditinstitute und für die als Finanzunternehmen eingestuft PEG finden im KWG anerkannte Unternehmensbeteiligungsgesellschaften - als Spezialfall der PEG - besondere Erwähnung. Sie werden in § 2 KWG explizit von den Kreditinstituten ausgenommen. Es gilt für sie jedoch die Millionenkredit-Meldevorschrift des § 14 KWG. Hieraus resultieren ausschließlich Meldepflichten, so dass auf eine Erörterung der Vorschrift ebenfalls verzichtet wird.

³ Ausgenommen ist die Organisation des PE-Geschäfts als reines Vermittlungsgeschäft.

In der einfachsten und ursprünglichsten Organisationsvariante wird das Beteiligungsgeschäft **direkt** betrieben, ohne dass sich das Kreditinstitut ausgegründeter Tochter- oder Kooperationsunternehmen bedient. Diese Variante ist jedoch im Hinblick auf das Kapitalersatzrecht mit schwerwiegenden Nachteilen verbunden, so dass sie nur in Kreditinstituten vorzufinden ist, die das PE-Geschäft lediglich in einem vernachlässigbaren Rahmen betreiben.¹

Die **dominierende Organisationsform** für das PE-Geschäft ist die Ausgründung des PE-Geschäftsfeldes in ein **eigenständiges Unternehmen**.² Hinsichtlich der gesetzlichen Vorschriften ist es dabei von Relevanz, ob es sich bei der ausgegründeten PEG um eine unabhängige Gesellschaft handelt (Variante 2) oder ob einer der Gesellschafter einen Anteil größer als 20 % – unmittelbar oder mittelbar – besitzt (Variante 3: halbabhängige bzw. abhängige PEG).

Für Variante 2 gilt, dass KWG und Grundsatz I lediglich die Beteiligungsebene „**Kreditinstitut - PEG**“ reglementieren, nicht jedoch die einzelnen Beteiligungen der PEG. Die Grundsatzanrechnung bemisst sich bei dieser Konstruktion an der Höhe der Beteiligung an der PEG und variiert nicht mit jedem Engagement der PEG.³ Zudem sind die Vorschriften des § 12 KWG irrelevant, da das KWG PEG als Finanzunternehmen qualifiziert (§ 1 Abs. 3 Satz 1), die in § 12 KWG explizit ausgeschlossen werden.

Anders verhält es sich bei der dritten Variante. Sofern der kapitalmäßige Anteil an der PEG unmittelbar oder mittelbar mindestens 20 Prozent beträgt, handelt es sich gemäß §§ 10a Abs. 2 bis 4 KWG um eine **Institutgruppe bzw. um eine Finanzholding-Gruppe**. Damit ist nicht die Beteiligungsebene „Kreditinstitut - PEG“ Gegenstand der Betrachtung, sondern die einzelnen Beteiligungen der konsolidierten Institutgruppe bzw. Finanzholding-Gruppe

Nachfolgend werden die Regelungsbereiche der §§ 12 und 13 KWG im Detail vorgestellt und hinsichtlich ihrer Implikationen für das PE-Geschäft der regionalen Kreditinstitute kritisch gewürdigt.

¹ Siehe hierzu auch die Ergebnisse der empirischen Analyse im Kapitel A. des dritten Hauptteils.

² Siehe 3. Teil: A.

³ Beteiligungen an Instituten, ausgenommen Kapitalanlagegesellschaften und Finanzunternehmen, die weniger als 20 %, aber mehr als 10 % des haftenden Kapitals dieser Unternehmen ausmachen sind gemäß § 10 Abs. 6 KWG vom Kern- und Ergänzungskapital abzuziehen. Gleiches gilt für die eigenkapitalähnlichen schuldrechtlichen Forderungen gegenüber diesem Beteiligungsunternehmen. Die in Abzug gebrachten Positionen werden in § 4 Grundsatz I von den Risikoaktiva ausgenommen und sind dementsprechend nicht mit Eigenkapital zu unterlegen. Faktisch entspricht der vorherige Abzug einer Belegung des Eigenkapitals mit einem Bonitätsgewicht von 100 %.

2. Limitierung des Risikos bedeutender Beteiligungen (§ 12 KWG)

Im Zuge der sechsten KWG-Novelle wurde der § 12 KWG mit dem Ziel der Harmonisierung der Rechtsvorschriften innerhalb der EU grundlegend umgestaltet. Alleiniger Gegenstand ist nunmehr die Regelung der Solvabilität der Kreditinstitute hinsichtlich bedeutender Beteiligungen außerhalb des Finanzsektors. Dem Gedanken des Gläubigerschutzes folgend leitet der Gesetzgeber den Regelungsbedarf aus den besonderen Klumpenrisiken ab, da Beteiligungen lediglich einen Residualanspruch begründen und eine geringe Liquidierbarkeit aufweisen.¹ Durch die Limitierungen des § 12 KWG soll die „Ansteckungsgefahr“ für Banken durch in Schwierigkeiten geratene Beteiligungsunternehmen eingeschränkt werden.² Die Konstruktion und Wirkungsweise des § 12 KWG wird in Abbildung 34 systematisiert.

Der Geltungsbereich des § 12 KWG ist explizit auf **Einlagenkreditinstitute** und **Gruppen**, denen mindestens ein Einlagenkreditinstitut angehört, begrenzt. Einlagenkreditinstitute sind gemäß § 1 Abs. 3d KWG Kreditinstitute, die Einlagen oder andere rückzahlbare Gelder des Publikums entgegennehmen und das Kreditgeschäft betreiben. Für den Untersuchungsgegenstand „regionale Kreditinstitute“ i. S. der Arbeitsdefinition ist § 12 KWG somit eine relevante Vorschrift.

Reguliert werden durch § 12 KWG ausschließlich Unternehmensbeteiligungen **außerhalb des Finanzsektors**; nicht tangiert sind somit Beteiligungen an:

- Instituten (d. h. an Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten, vgl. § 1 Abs. 1 und 1a KWG),
- Finanzunternehmen (§ 1 Abs. 3 KWG, **somit auch PEG**),
- Unternehmen mit bankbezogenen Hilfsdiensten (§ 1 Abs. 3c KWG),
- Versicherungsunternehmen (§ 1 Abs. 1 VAG).

Das Herausnehmen des Finanzsektors aus der Limitierung gemäß § 12 KWG kann damit erklärt werden, dass diese Unternehmen ihrerseits aufsichtrechtlichen Anforderungen unterliegen und durch eigens für sie zuständige Aufsichtsbehörden kontrolliert werden, so dass spezifische Vorschriften verzichtbar sind.³ Zudem bleiben den Kreditinstituten durch diese Ausgestaltung der Rechtsvorschrift alle unternehmerischen Freiheiten innerhalb des Finanzsektors erhalten.⁴ Da PEG dem Finanzsektor zuzurechnen

¹ Vgl. Burghof, H.-P./Rudolph, B. (1996), S. 157.

² Vgl. Schierenbeck, H./Hölscher, R. (1998), S. 167 f.

³ Vgl. Bellavite-Hövermann, Y. (2001), S. 453.

⁴ Vgl. Schierenbeck, H./Hölscher, R. (1998), S. 167 f.

sind (§ 1 Abs. 3 Satz 1 KWG), ist die Begrenzung der Beteiligungen gemäß § 12 KWG ausschließlich für die zuvor vorgestellten Organisationsvarianten 1 (direkte Beteiligung) und 3 ((halb-)abhängige PEG) relevant.

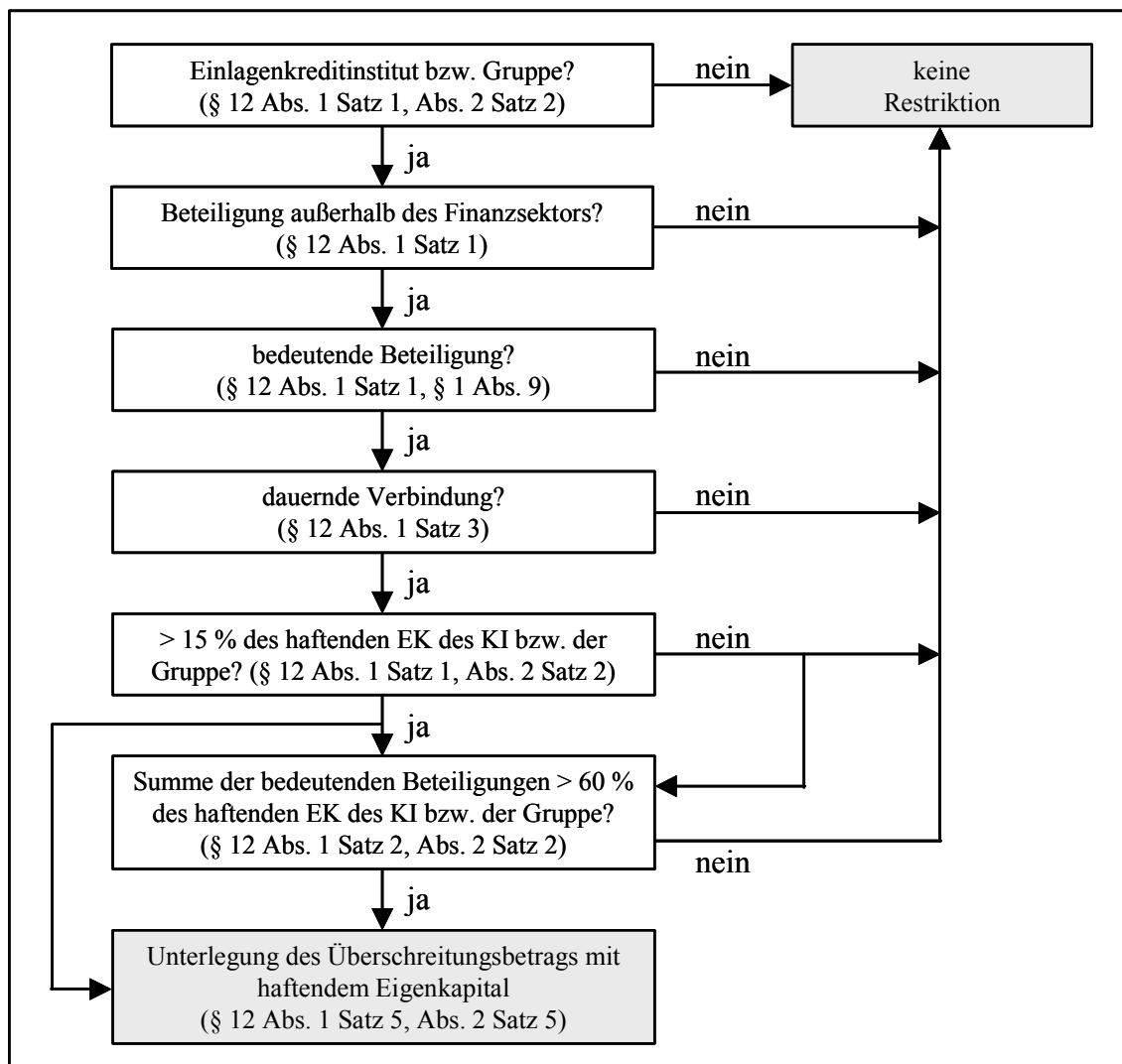


Abbildung 34: Konstruktion und Wirkungsweise des § 12 KWG¹

Beteiligungen außerhalb des Finanzsektors sind im Sinne des § 12 KWG zu regulieren, wenn sie als **bedeutend** eingestuft werden. § 1 Abs. 9 KWG definiert eine Beteiligung als bedeutend, wenn unmittelbar oder mittelbar 10 % des Stimmrechts oder des Kapitals gehalten werden oder wenn auf die Geschäftsführung des Unternehmens ein maßgeblicher Einfluss ausgeübt werden kann. Die Begriffsbestimmung bezieht sich ausschließlich auf das PU; ein Anknüpfen an die Eigenkapitalverhältnisse des Kreditinstituts bleibt im ersten Schritt aus. Das Prädikat „bedeutend“ ist somit – je nach Größe des PU – für unterschiedlichste absolute Engagementgrößen zu vergeben. Hinsichtlich der

¹ In Anlehnung an Bellavite-Hövermann, Y. (2001), S. 456.

Relevanz des § 12 KWG besteht hier ein **weiter Gestaltungsspielraum**, da Positionen, die reine Gläubigerrechte beinhalten, nicht dem Stimmrecht- oder Kapitalanteil zugeordnet werden und infolgedessen aus dem Regelungsbereich des § 12 KWG herausfallen.¹ Im Rahmen einer strukturierten Finanzierung kann durch den ergänzenden Einsatz mezzaniner Kapitalformen – wie z. B. Genussrechte oder nachrangige Verbindlichkeiten – sichergestellt werden, dass die kritische Beteiligungsobergrenze von 10 Prozent nicht überschritten wird und die Vorschrift des § 12 KWG keine Bedeutung gewinnt.

Der Anwendungsbereich des § 12 KWG wird im Gesetzestext weiter eingengt auf den „**dauerhaften Anteilsbesitz**“. Dieser wird angenommen, wenn die Anteile dazu bestimmt sind, „... durch die Herstellung einer dauernden Verbindung dem eigenen Geschäftsbetrieb zu dienen“.² Typisches Kennzeichen von PE-Investments ist es, dass sie von vornherein mit der Absicht der Wiederveräußerung und damit nicht „dauerhaft“ im ursprünglichen Sinne eingegangen werden. Maßgeblich ist hier jedoch, dass die das PE-Investment verbriefenden Wertpapiere und sonstigen Mitgliedschaftsrechte regelmäßig nicht dem Umlaufvermögen (Handelsbestand und Liquiditätsreserve), sondern dem Finanzanlagevermögen zugeordnet werden, so dass sie dem Kriterium der Dauerhaftigkeit im Sinne des § 12 KWG entsprechen.³

Beteiligungen, welche die vorgenannten Kriterien erfüllen, werden durch § 12 KWG **zwei Solvabilitätsrestriktionen** unterworfen: Dauerhafte Beteiligungen außerhalb des Finanzsektors dürfen einzeln 15 % des haftenden Eigenkapitals nicht überschreiten. Die Summe der bedeutenden Beteiligungen ist auf 60 % des haftenden Eigenkapitals begrenzt (vgl. Tabelle 10). Beide Kriterien dürfen mit Zustimmung des Bundesaufsichtsamts für das Kreditwesen (BAKred) grundsätzlich überschritten werden, die überschließenden Beträge sind jedoch mit haftendem Eigenkapital zu unterlegen.⁴

¹ Vgl. Boos, K.-H./Fischer, R./Schulte-Mattler, H. (2000), S. 357-363.

² § 12 Abs. 1 Satz 3 KWG.

³ Vgl. Bellavite-Hövermann, Y. (2001), S. 451 f.

⁴ Werden beide Obergrenzen überschritten, muss gemäß § 12 Abs. 1 Satz 5, Abs. 2 Satz 5 KWG nur der höhere Überschreibungsbetrag mit haftendem Eigenkapital unterlegt werden.

Messgröße	Schwellenwert	Folgepflichten bei Überschreitung
Einzelne bedeutende Beteiligung (Nennwert)	≤ 15 % des haftenden Eigenkapitals	<ul style="list-style-type: none"> • Einholen der Zustimmung des BAKred • Unterlegung des (höheren) Überschreibungsbetrages mit haftendem Eigenkapital
Summe der bedeutenden Beteiligungen (Nennwert)	≤ 60 % des haftenden Eigenkapitals	

Tabelle 10: Limitierung bedeutender und dauernder Beteiligungen außerhalb des Finanzsektors gemäß § 12 KWG

Um die Bedeutung der Limitierungen gemäß § 12 KWG für das PE-Geschäft regionaler Kreditinstitute herauszuarbeiten, wird in Tabelle 11 exemplarisch berechnet, wie hoch die **absolute Einzelobergrenze für bedeutende Beteiligungen** für eine durchschnittliche Sparkasse und eine durchschnittliche Kreditgenossenschaft ist.¹ Die Grenzwerte sind für größere und kleiner Kreditinstitute entsprechend zu proportionalisieren.

Sektor \ Kennzahl (Ø-Werte)	Bilanzsumme (Mio. €)	Kernkapitalquote	Eigenkapitalquote (geschätzt)	Einzelobergrenze (Mio. €)
Sparkassen	1.644	4,36 %	6,80 %	16,8
Kreditgenossenschaften	294	5,18 %	8,08 %	3,6

Tabelle 11: Exemplarische Berechnung der Limitierung bedeutender Beteiligungen für den Sparkassen- und Kreditgenossenschaftssektor²

Als **Fazit der exemplarischen Berechnung** ist festzustellen, dass die absolute Einzelobergrenze gemäß § 12 KWG (und damit auch die Gesamtobergrenze) eine wenig restriktive Begrenzung für das PE-Geschäft der (regionalen) Kreditinstitute darstellt.³ Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund, dass sich das anzusetzende PE-Volumen am Nennwert und nicht am Buchwert der Beteiligung bemisst (§ 12 Abs. 1 KWG). Da der Nennwert häufig nur einen Teil des Buchwerts ausmacht, sind die Limitierungen des **§ 12 KWG für die Mehrheit der PE-Geschäfte von untergeordneter Bedeutung**.⁴

¹ Die Eigenkapitalquote wurde behelfsweise errechnet, in dem auf die sektorspezifische Kernkapitalquote ein (einheitlicher) Zuschlagsatz von 56 % für das Ergänzungskapital angenommen wurde. Der Zuschlagsatz leitet sich aus der Zusammensetzung der Eigenmittel aller deutschen Institute ab (vgl. Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2002a), S. 43 f.).

² Stand: 2000, vgl. Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2001d), S. 15 ff.; eigene Berechnungen.

³ Diese Aussage wird durch die Betrachtung der im deutschen PE-Markt typischen Geschäftsvolumina unterstrichen. Siehe hierzu ausführlich C. II. 2. b).

⁴ Vgl. Schierenbeck, H./Hölscher, R. (1998), S. 168.

3. Limitierung der Großkreditrisiken (§ 13 KWG)

Während der zuvor dargestellte § 12 KWG bedeutende und dauernde Beteiligungen außerhalb des Finanzsektors reglementiert, ist § 13 KWG den **Adressausfallrisiken aus Großkrediten** gewidmet. Der Fokus ist auf die Volumenbegrenzung von Einzelengagements gerichtet, um so aktivische Klumpenrisiken im Sinne des Gläubigerschutzes zu begrenzen.¹

Der Ermittlung der kreditnehmerspezifischen Risikoposition liegt der in § 19 KWG Abs. 1 entwickelte Kreditbegriff zugrunde. Dieser umfasst Bilanzaktiva, traditionelle außerbilanzielle Geschäfte sowie Finanztermingeschäfte, -swaps und -optionen.² Anders als bei der Limitierung der Beteiligungen gemäß § 12 KWG ist es unerheblich, welchen Kapitalanteil der Kredit an der Finanzierung des Kreditnehmers ausmacht. Die Bedeutung bzw. das Risiko eines Kredits wird ausschließlich im Verhältnis zum haftenden Eigenkapital (bzw. zu den Eigenmitteln) des Kreditinstituts bemessen. Ebenfalls unerheblich für die Relevanz des § 13 KWG ist die Branche des Kreditnehmers. Somit sind für Kreditinstitute die Großkreditvorschriften für **jede der drei vorgestellten Organisationsvarianten des PE-Geschäfts bindend**.

Abbildung 35 gibt einen Überblick über den Aufbau der Großkreditvorschriften, die sich in die §§ 13, 13a und 13b KWG untergliedern.

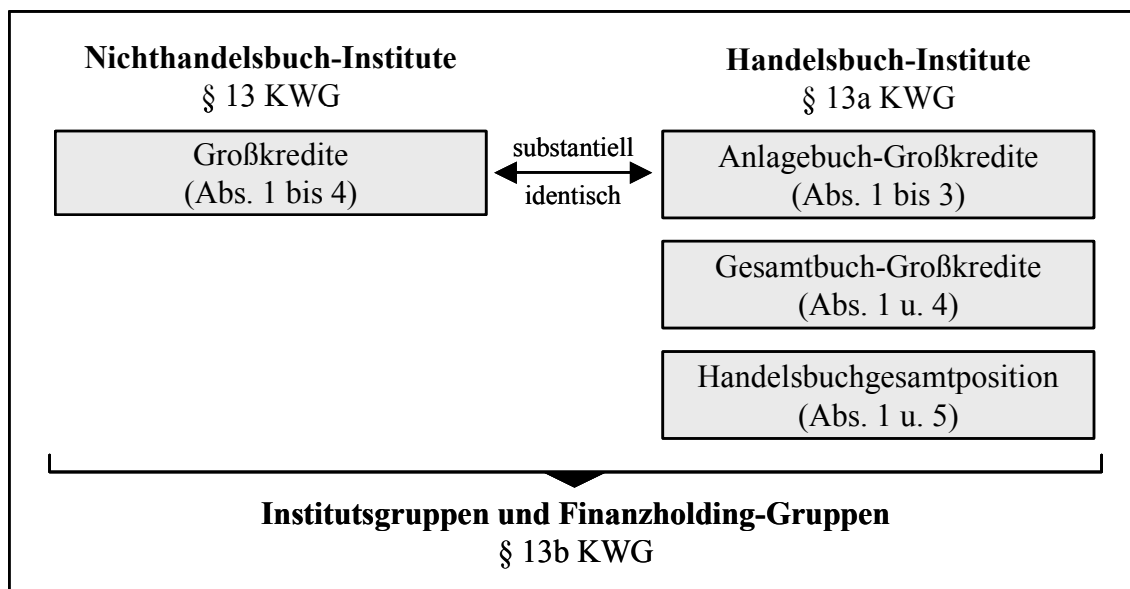


Abbildung 35: Aufbau der §§ 13, 13a und 13b KWG

¹ Vgl. Rolfes, B. (1999), S. 462.

² Vgl. ebenda.

Im Zuge der 6. KWG-Novelle wurde eine Differenzierung der Vorschriften zwischen Nichthandelsbuch- (§ 13 KWG) und Handelsbuchinstituten (§ 13a KWG) vorgenommen. **Nichthandelsbuchinstitute (NHB-Institute)** sind nach § 2 Abs. 11 KWG von den Vorschriften bezüglich des Handelsbuchs freigestellt. Dementsprechend werden bei der Berechnung der kreditnehmerbezogenen Risikoposition ausschließlich die Positionen des Anlagebuchs berücksichtigt.

Die Großkredit-Limitierungen für **Handelsbuchinstitute (HB-Institute)** sind demgegenüber umfangreicher und differenzierter ausgestaltet. Das direkte Pendant zu den Großkreditvorschriften der NHB-Institute bilden die Vorschriften bezüglich der Anlagebuch-Großkredite (§ 13a Abs. 1 bis 3 KWG). Diese sind hinsichtlich der Berechnung der kreditnehmerbezogenen Risikopositionen, der Bezugsgröße „haftendes Eigenkapital“ sowie der konkreten Schwellenwerte mit den Vorschriften für NHB-Institute substantiell identisch.¹

Als zusätzliche Regelungsbereiche enthält § 13a KWG Vorschriften bezüglich der kreditnehmerspezifischen Handelsbuchgesamtposition (§ 13a Abs. 1 u. 5 KWG) sowie zu der kreditnehmerspezifischen Gesamtbuchposition (§ 13a Abs. 1 u. 4 KWG). Erstere errechnet sich als Gesamtheit der Kredite an einen Kreditnehmer, die dem Handelsbuch zugeordnet werden. Handelsbuchgesamtposition und Anlagebuchgesamtposition ergeben in der Summe die Gesamtbuchposition.

Durch die Neufassung des § 13b KWG wurde erreicht, dass die am haftenden Eigenkapital bzw. an den Eigenmitteln orientierten Großkreditgrenzen der §§ 13, 13a KWG auch für **Kreditinstitutsgruppen und Finanzholdinggesellschaften** verbindlich sind (vgl. Abbildung 35). Hierdurch wird verhindert, dass durch eine Verteilung von Krediten innerhalb einer Institutsgruppe resp. Finanzholdinggesellschaft die Großkreditgrenzen umgangen werden können.

Es ist nicht auszuschließen, dass einem PU bzw. Kreditnehmer neben PE-Mitteln, die dem Anlagebuch zugeordnet werden, auch Handelsbuchkredite gewährt werden. Somit können die Vorschriften des § 13a Abs. 4 und 5 KWG grundsätzlich auch für das PE-Geschäft der Kreditinstitute relevant werden. In der Praxis des PE-Geschäfts dürfte jedoch der **Langfristcharakter der Investments dominieren**, während Handelsbuchkredite an die PU lediglich einen untergeordneten Stellenwert einnehmen. Es wird daher auf eine detaillierte Darstellung der Wirkungsweise des § 13a Abs. 4 und Abs. 5 KWG verzichtet. Stattdessen wird der Fokus auf die §§ 13 und 13a Abs. 1 bis 3 KWG gerichtet, deren übereinstimmende Limitierungen in Tabelle 12 zusammengefasst sind.

¹ Nachfolgend wird für NHB-Institute der Begriff „Anlagebuch-Großkredit“ synonym zu „Großkredit“ verwendet.

Bezeichnung	Messgröße	Schwellenwert	Folgepflichten bei Überschreitung
Anlagebuch-Großkredit	kreditnehmerbezogene	$\geq 10\%$ des haftenden Eigenkapitals	<ul style="list-style-type: none"> • einstimmiger Beschluss • regelmäßige Sammelanzeige
Anlagebuch-Großkredit-einzelobergrenze	Anlagebuch-Gesamtposition	$\leq 25\%$ des haftenden Eigenkapitals (20 % wenn Kreditnehmer = verbundenes Unternehmen)	<ul style="list-style-type: none"> • sofortige Anzeige • Einholen der Zustimmung des BAKred
Anlagebuch-Großkredit-gesamtobergrenze	Summe aller Anlagebuch-Großkredite	$\leq 800\%$ des haftenden Eigenkapitals	<ul style="list-style-type: none"> • Unterlegung des (höheren) Überschreibungsbetrags mit Eigenkapital

Tabelle 12: Limitierung des Anlagebuch-Großkreditrisikos gemäß §§ 13 u. 13a KWG

Als Bezugsgröße für die Limitierung der kreditnehmerbezogenen Anlagebuch-Gesamtpositionen dient das haftende Eigenkapital. Beträgt die kreditnehmerbezogene Anlagebuch-Gesamtposition mindestens 10 % des haftenden Eigenkapitals, so wird sie als **Anlagebuch-Großkredit** eingestuft. Solche Kredite setzen einen einstimmigen Beschluss sämtlicher Geschäftsleiter voraus. Sie sind der Deutschen Bundesbank im Rahmen einer regelmäßigen Sammelanzeige zu melden.¹

Die **Anlagebuch-Großkrediteinzelobergrenze** legt fest, dass ohne die Zustimmung des Bundesaufsichtsamts keine Kredite gewährt werden dürfen, die insgesamt 25 % des haftenden Eigenkapitals überschreiten.² Unabhängig von der Zustimmung des BAKred sind Überschreitungen der Großkrediteinzelobergrenze unverzüglich dem BAKred und der Deutschen Bundesbank anzuzeigen. Die Überschreibungsbeträge sind mit haftendem Eigenkapital zu unterlegen.

Als zweite Limitierung wird durch die **Anlagebuch-Großkreditgesamtobergrenze** festgelegt, dass die Summe aller Anlagebuch-Großkredite nicht mehr als 800 % des haftenden Eigenkapitals betragen darf. Ein Überschreiten dieser Grenze erfordert ebenfalls eine unverzügliche Anzeige an die Deutsche Bundesbank und an das BAKred

¹ Vgl. § 13 KWG Abs. 1 Satz 1 und 2.

² Wenn es sich bei dem Kreditnehmer um ein verbundenes Unternehmen handelt, wird die Grenze auf 20 % des haftenden Eigenkapitals reduziert.

sowie – unabhängig von der erforderlichen Zustimmung des BAKred – die Unterlegung der Überschreitungsbeiträge mit haftendem Eigenkapital.¹

Bei der Berechnung der Risikopositionen hinsichtlich der Großkredit-Obergrenzen sind die Sondervorschriften für Großkredite gemäß § 20 KWG zu berücksichtigen. Diese sehen sowohl für NHB- als auch für HB-Institute vor, dass die Nominalvolumina mit Anrechnungssätzen zu gewichten sind, die mit denen des Grundsatzes I vergleichbar sind.² Die Höhe der **Anrechnungssätze** variiert in Abhängigkeit von der Bonität des Kreditnehmers zwischen 0 %, 20 %, und 100 %.³

Es ist nicht möglich, die Implikationen der Großkreditvorschriften für das PE-Geschäft analog zur Limitierung bedeutender Beteiligungen gemäß § 12 KWG zu beurteilen. Die am haftenden Eigenkapital anknüpfenden prozentualen Grenzwerte sind – isoliert betrachtet – **größzügiger als die Limitierung gemäß § 12 KWG**. Allerdings ist der Anwendungsbereich – ohne die Ausnahmetatbestände des § 12 KWG – weiter gefasst. Mit dem Kreditbegriff des § 19 KWG sowie den bonitätsabhängigen Anrechnungssätzen (§ 20 KWG) ist zudem die Messgröße für die Risikoexposition grundlegend anders kodifiziert, so dass ein direkter quantitativer Wirkungsvergleich der §§ 12 und 13 KWG nicht möglich ist.

Praxisrelevante Einschränkungen des PE-Geschäfts durch die Großkreditvorschriften sind insbesondere dann zu konstatieren, wenn das gemäß § 13 KWG zulässige Geschäftsvolumen bereits zum Großteil durch das Engagement im Rahmen des klassischen Kreditgeschäfts ausgeschöpft ist. Die Vorschriften des § 13 KWG erfordern somit eine integrierte Steuerung des Kredit- und des PE-Portfolios.

¹ Werden sowohl die Einzel- als auch die Gesamtobergrenze überschritten, so ist nur der höhere Überschreitungsbeitrag zu unterlegen.

² Vgl. Rolfes, B. (1999), S. 467.

³ Vgl. § 13 Grundsatz I.

III. Überblick über die wichtigsten staatlichen Förderangebote

Das in Deutschland vorzufindende Angebot an staatlichem Beteiligungskapital bildet eine weitere bedeutende Rahmenbedingung für das PE-Geschäft. Nachfolgend wird ein Überblick über die wichtigsten Beteiligungskapitalprogramme und die Partizipationsmöglichkeiten für (regionale) Kreditinstitute gegeben.¹

1. Beteiligungskapitalprogramme der tbg

Die tbg hat seit ihrer Gründung im Jahre 1989 ca. 2.500 Beteiligungen an mehr als 1.300 Unternehmen mit einem Volumen von rund 1,5 Mrd. € zugesagt. Die Mehrheit der Ko-Investoren stellen die unabhängigen PEG (44,7 %). Die PEG der Banken und Sparkassen vereinen einen Anteil von 19,0 % der Beteiligungen auf sich.²

a) Beteiligungskapital für kleine Technologieunternehmen (BTU)

Adressaten des seit 1995 bestehenden BTU-Förderprogramms sind **junge Technologieunternehmen** (max. 5 Jahre alt), die im Sinne der tbg-Beteiligungsgrundsätze als klein klassifiziert werden.³ Die als stille Beteiligung investierten Mittel sollen der wettbewerbsfähigen Entwicklung von Innovationsvorhaben sowie der Markteinführung der Innovationen dienen.

Grundvoraussetzung für die Förderung ist das gleichzeitige **Engagement eines Leadinvestors**, der mindestens im gleichen Maße wie die tbg investiert, das Unternehmen in wirtschaftlichen und technischen Belangen berät und die Einlage der tbg mitbetreut. Die Wahrnehmung der Leadinvestor-Funktion ist für regionale Kreditinstitute möglich. Volumen und Laufzeit der Beteiligung orientieren sich am Investment des Leadinvestors, wobei 1,5 Mio. € Investitionsvolumen und 10 Jahre Laufzeit die Obergrenzen darstellen.

Als zusätzliches wesentliches Fördererelement kann die Investition des Leadinvestors in den ersten 5 Jahren durch die tbg bis zu 50 % (neue Bundesländer 70 %) **gegen Ausfälle abgesichert werden**. Das hierfür zu zahlende Garantieentgelt beläuft sich – je nach

¹ Die Verengung des Betrachtungsfokus auf die zentralen Förderprogramme ist unabdingbar, da eine umfassende Darstellung des Angebots im Rahmen dieser geschäftspolitischen Analyse nicht zu leisten ist (vgl. Haller, H. (1999), S. 269). Es ist zudem darauf hinzuweisen, dass die gesamte Förderlandschaft einer kontinuierlichen Veränderung unterliegt. Die nachfolgend beschriebenen Programme entsprechen dem Stand: Dezember 2001. Aktuelle Informationen sind den Internetseiten der jeweiligen Fördergesellschaften zu entnehmen.

² Vgl. tbg Technologie-Beteiligungs-Gesellschaft mbH der Deutschen Ausgleichsbank (Hrsg.) (2001c).

³ Zu den Spezifikationen des Förderprogramms „Beteiligungskapital für kleine Technologieunternehmen (BTU)“ vgl. tbg Technologie-Beteiligungs-Gesellschaft mbH der Deutschen Ausgleichsbank (Hrsg.) (2001a).

Risiko – zwischen 7,5 und 30 % und ist letztlich durch das PU selbst zu tragen.¹ Als Beteiligungsentgelt verlangt die tbg eine fixe Komponente (zuzüglich Bearbeitungsgebühr) sowie eine erfolgsabhängige Vergütung, die unternehmensindividuell vereinbart wird.

b) DtA-Technologie-Beteiligungen

Das DtA-Technologie-Beteiligungsprogramm wurde als Ergänzung zum BTU-Programm geschaffen.² Es werden – abhängig von den Lebensphasen des PU – drei Varianten des Modells unterschieden: die Frühphasenvariante, die Start-up/First-Stage-Variante und die IPO/Exit-Variante.

Das **Frühphasenmodell** unterscheidet sich deutlich von den anderen beiden Varianten. Adressaten sind Unternehmen in der (Pre-)Seed-Phase bis hin zu maximal 6 Monate alten Technologieunternehmen. Das Beteiligungskapital dient dazu, den Aufbau geeigneter Organisationsstrukturen zu unterstützen, einen prüffähigen Businessplan zu erstellen und die Produkt- und Verfahrensentwicklung zu ermöglichen. Maximal 250.000 € werden in Form von Genussrechtskapital für sieben Jahre bereitgestellt, sofern die Grundvoraussetzung erfüllt ist, dass ein Betreuungsinvestor das Technologieunternehmen als Mentor branchen- und managementbezogen unterstützt. Das Entgeltmodell ist – wie bei den anderen beiden Varianten des DtA-Technologie-Beteiligungsprogramms – an das BTU-Programm angelehnt, in der Summe jedoch leicht teurer. Eine (partielle) **Ausfallgarantie** für die Beteiligung des Leadinvestors ist **nicht Programmbestandteil**.

Als Weiterführung des BTU-Programms nach der Seed-Phase dienen die Mittel der **Start-up/First-Stage-Variante** ebenfalls der vorwettbewerblichen Entwicklung von Innovationsvorhaben sowie den Investitionen zur Markteinführung der Innovationen. Die Eingangsvoraussetzungen für die Teilnahme am Förderprogramm sind im Vergleich zum BTU-Programm weniger restriktiv formuliert. Gefördert werden Technologieunternehmen, die bereits am BTU-Programm teilnehmen und deren Jahresumsatz 125 Mio. € nicht überschreitet. Sofern die Fördermöglichkeiten aus dem BTU ausgeschöpft sind, können bis zu 2,5 Mio. € für eine Höchstdauer von 10 Jahren als stille oder offene Beteiligung bereitgestellt werden. Dabei gelten die Anforderungen des BTU-Programms hinsichtlich des Leadinvestors analog.

Ähnliche Spezifikationen besitzt die dritte Variante des DtA-Technologie-Beteiligungsprogramms. Das **IPO/EXIT-Modell** dient zur Deckung der Kosten im Rahmen des Bridge-Financing, um ein schnell wachsendes Technologieunternehmen auf eine

¹ Vgl. Brankamp, T./Tobias, M. (2000), S. N 5.

² Zu den Spezifikationen des Förderprogramms „DtA-Technologie-Beteiligungen“ vgl. tbg Technologie-Beteiligungs-Gesellschaft mbH der Deutschen Ausgleichsbank (Hrsg.) (2001b).

breite Kapitalbasis stellen zu können. Es werden max. 5 Mio. € für eine Höchstlaufzeit vom 10 Jahren in Form stiller oder offener Beteiligungen zur Verfügung gestellt.

c) FUTURE

Das vom Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (BMWi) aufgelegte Programm zur „Förderung und Unterstützung von technologieorientierten Unternehmensgründungen“ (FUTURE) richtet sich an technologieorientierte Unternehmensgründungen und junge Technologieunternehmen bis zum Alter von drei Jahren mit Geschäftsbetrieb und wirtschaftlichem Schwerpunkt in den **neuen Bundesländern und in Berlin-Ost**.¹ Aufgrund der strukturell bedingten besonderen Förderungswürdigkeit der neuen Länder sind die Vergabevoraussetzungen für die Mittel aus dem FUTURE-Programm wenig restriktiv formuliert.² So bedarf es z. B. **keines Lead- oder Co-Investors**. Die tbG und die Projektträger des BMWi verwalten die Beteiligung eigenständig und leisten darüber hinaus betriebswirtschaftliche und technische Beratung. Insgesamt werden im Rahmen des Programms bis zu 0,7 Mio. € mit einer Laufzeit von maximal 10 Kalenderjahren angeboten, wovon bis zu 306.755 € nicht zurückzuzahlende Zuschüsse sind. Die Beteiligung erfolgt in der Form der stillen Beteiligung. Sicherheiten sind wie bei den übrigen Beteiligungsprogrammen der tbG nicht zu stellen. Das Entgeltmodell stimmt mit dem BTU-Programm grundlegend überein, ist jedoch geringfügig günstiger ausgestaltet.

2. Zentrale Darlehensprogramme der DtA

a) ERP-Eigenkapitalhilfedarlehen³ (EKH)

Ziel des EKH-Programms ist es, Vorhaben im Bereich der mittelständischen Wirtschaft zu fördern, die eine nachhaltig tragfähige, selbstständige Vollexistenz erwarten lassen. Die EKH ist ein Basisbaustein der Unternehmensförderung, welche die Kumulation mit anderen Förderprogrammen erlaubt.⁴ Sie besteht aus langfristigen, zinsgünstigen Darlehen, die durch nachfolgende eigenkapitalähnliche Charakteristika gekennzeichnet sind:

- Keine Sicherheiten erforderlich; der Antragsteller haftet jedoch persönlich.
- Laufzeit 20 Jahre, davon die ersten 10 Jahre tilgungsfrei.

¹ Zu den Spezifikationen des Förderprogramms „FUTURE“ vgl. tbG Technologie-Beteiligungs-Gesellschaft mbH der Deutschen Ausgleichsbank (Hrsg.) (2000).

² Vgl. Pleschak, F./Stummer, F. (1999), S. 327 ff.; Segal, Ch. (1995), S. 1-3.

³ ERP-Mittel stammen aus dem European Recovery Program, dessen Wurzeln im Marshall-Plan als Aufbauhilfe der USA für Europa nach dem Zweiten Weltkrieg liegen (vgl. Engelmann, A. et al. (2000), S. 79).

⁴ Zu den Spezifikationen des „ERP-Eigenkapitalhilfedarlehen“ vgl. Deutsche Ausgleichsbank (Hrsg.) (2000a), S. 1 sowie Deutsche Ausgleichsbank (Hrsg.) (2001), S. 4-6.

- In den ersten beiden Jahren fallen keine Zinszahlungen an.
- Rangrücktritt hinter die Forderungen der anderen Gläubiger.

Angeboten werden die Mittel für die Gründung einer **selbstständigen gewerblichen oder freiberuflichen Existenz**, für **tätige Beteiligungen** mit hinreichendem unternehmerischen Einfluss sowie für die **Übernahme eines Betriebs**, soweit die EKH zur wirtschaftlichen Fortführung des Betriebs erforderlich ist. Die eigenen Mittel des Antragstellers müssen mindestens 15 % der Bemessungsgrundlage ausmachen; sie können mit der EKH auf bis zu 40 % der Bemessungsgrundlage aufgestockt werden.¹ Als Höchstbetrag werden 500.000 € je Antragsteller ausgezahlt.²

Wie bei den anderen DtA-Förderprogrammen darf das Vorhaben bei Antragstellung noch nicht begonnen haben. Als weitere Restriktion wird die Eigenkapitalhilfe – abgesehen von Investitionen zur Festigung einer selbstständigen Existenz – nur einmal je Antragsteller bewilligt. Über die Anträge und die zu stellenden Sicherheiten entscheidet die für das Antragsverfahren zuständige Hausbank im eigenen Ermessen. Die Vergütung der Kreditinstitute für ihre Dienstleistung ist im Zinssatz für ERP-Darlehen enthalten.

b) ERP-Existenzgründungsdarlehen

Das ERP-Existenzgründungsdarlehen richtet sich an alle **Gewerbetreibende und Freiberufler**.³ Neben fachlicher und kaufmännischer Qualifikation wird vorausgesetzt, dass das geförderte Vorhaben für den Antragsteller eine selbstständige Existenz als Haupterwerbsgrundlage darstellen soll. Die Darlehensnehmer können mit den Geldern die Errichtung des Unternehmens und die damit im Zusammenhang stehenden Festigungsinvestitionen (innerhalb der ersten drei Jahre) oder den Kauf eines Unternehmens bzw. einer tätigen Unternehmensbeteiligung⁴ finanzieren.⁵ Die genannten Investitionen lassen sich bis zu 50 % (75 % neue Länder und Berlin) über das ERP-Existenzgründungsdar-

¹ Zu den Eigenmitteln werden auch unbesicherte Darlehen gezählt sowie Finanzmittel, die durch zumutbare Beleihungen von Immobilien und anderen Vermögensgegenständen mobilisiert werden können. In den neuen Ländern und Berlin können bei Festigungsinvestitionen die eingesetzten Eigenmittel unter Anrechnung sonstiger öffentlicher Mittel auf bis 75 % der Bemessungsgrundlage erhöht werden.

² Höhere Beträge sind unter bestimmten Voraussetzungen möglich. Bei (Re-)Privatisierungsvorhaben in den neuen Bundesländern und Berlin geht das EKH grundsätzlich bis 1 Mio. €.

³ Ausgeschlossen sind jedoch Angehörige der Heilberufe. Hinsichtlich der Größen der geförderten Unternehmen gelten die Grenzen des EKH-Programms analog. Zu den Spezifikationen des „ERP-Gründungsdarlehens“ vgl. Deutsche Ausgleichsbank (Hrsg.) (2001), S. 9-16.

⁴ Dabei soll die Beteiligungsquote 10 % des Gesellschaftskapitals nicht unterschreiten.

⁵ In gewissem Umfang ist auch die erste Beschaffung eines Lagers an Material, Handelsware und Ersatzteilen bzw. eine Lageraufstockung möglich.

lehen finanzieren. Der Höchstbetrag der Förderung beträgt dabei in den alten Ländern 500.000 €, in den neuen Ländern und in Berlin 1 Mio. €.

Im Gegensatz zu den bisher vorgestellten Programmen sind für das Darlehen **Sicherheiten zu stellen**.¹ Die Laufzeiten des ERP-Existenzgründungsdarlehens variieren nach Verwendungszweck und Region. In den neuen Ländern und Berlin beträgt sie bis zu 15 Jahren, bei Bauvorhaben bis zu 20 Jahren, davon sind jeweils höchstens die ersten 5 Jahre tilgungsfrei.² Der Zinssatz orientiert sich am unteren Ende des Kapitalmarktniveaus.

c) DtA-Existenzgründungsdarlehen

Mit den zuvor skizzierten Förderangeboten EKH-Förderprogramm und ERP-Existenzgründungsdarlehen lassen sich bis zu 75 % der geplanten Investitionen abdecken. Falls ein zu förderndes Unternehmen diese Grenze noch nicht ausschöpft oder wenn andere Finanzierungsmöglichkeiten in Anspruch genommen werden sollen, bietet sich als Ergänzungsbaustein das DtA-Existenzgründungsdarlehen an.³ Die staatlichen Hilfen können mit diesem Förderprogramm ebenfalls auf 75 % der förderfähigen Ausgaben aufgestockt werden. Der Höchstbetrag beläuft sich i. d. R. auf 2 Mio. €.⁴

Die Einsatzmöglichkeiten und der Kreis der potenziellen Empfänger ist gegenüber den zuvor dargestellten Förderprogrammen weniger restriktiv abgegrenzt. Antragsberechtigt sind natürliche Personen sowie KMU im Bereich der **gewerblichen Wirtschaft und der freien Berufe (einschließlich der Heilberufe)**.⁵ Gefördert wird die Gründung einer Existenz, der Kauf eines Unternehmens oder einer tätigen Beteiligung sowie alle Investitionen, die der Festigung eines Unternehmens – bis zu acht Jahren nach der Gründung – dienen. Laufzeiten und Tilgungsmodalitäten des DtA-Existenzgründungsdarlehens sind unterschiedlich gestaltbar. Förderungsangebote für immaterielle Investitionen haben entweder eine Laufzeit von fünf Jahren und sind endfällig oder eine Laufzeit von sechs Jahren mit einem Tilgungsfreijahr. Für die anderen Förderungszwecke variieren

¹ Für Vorhaben in den neuen Ländern und in Ost-Berlin kann die DtA auf Antrag der Hausbank eine 50%ige Haftungsfreistellung gewähren. Sollte das geförderte Vorhaben scheitern, übernimmt die DtA 50 % des der Hausbank entstandenen tatsächlichen Ausfalls. Die Haftungsfreistellung ist somit kein Sicherheitenersatz.

² In den alten Bundesländern sind die Laufzeiten auf 10 bzw. 15 Jahre bei Bauvorhaben begrenzt, davon sind höchstens die ersten drei Jahre tilgungsfrei.

³ Zu den Spezifikationen des „DtA-Existenzgründungsdarlehens“ vgl. Deutsche Ausgleichsbank (Hrsg.) (2001), S. 11-15.

⁴ Für den Fall, dass durch die Investition neue Arbeitsplätze geschaffen werden, können bis zu 100 % der Investitionssumme finanziert werden. Für jeden zusätzlichen Arbeitsplatz werden – unabhängig von Investitionen – pauschal 25.000 € bereitgestellt.

⁵ Ausgenommen sind Sanierungsfälle.

die Laufzeiten zwischen 10 und 20 Jahren.¹ Alle Varianten sind mit einem günstigen, am unteren Kapitalmarktniveau orientierten Zinssatz ausgestattet, der für zehn bzw. – bei Darlehen für immaterielle Investitionen – für fünf oder sechs Jahre festgeschrieben wird.

Als Voraussetzung für die Vergabe des Förderdarlehens müssen i. d. R. weitere eigene oder sonstige Mittel vorhanden sein oder mobilisiert werden. Der Hausbank, die für die Bearbeitung und Weiterleitung des Antrags zuständig ist, kommt hier zentrale Bedeutung zu. Wie bei der EKE und dem ERP-Existenzgründungsdarlehen muss sie entscheiden, in welchem Umfang Sicherheiten erforderlich sind. Auf Antrag der Hausbank kann die DtA eine 40%ige (neue Länder 50 %) Haftungsfreistellung gewähren.² Als Alternative zur Haftungsfreistellung durch die DtA kommen regionale Bürgschaftsbanken in Betracht, die bis zu 80%ige Ausfallbürgschaften anbieten.

3. Zentrale Programme der KfW zur Förderung von Beteiligungen

a) KfW/BMWi-Technologie-Beteiligungsprogramm (BTU)

Zielgruppe des Programms sind **junge Technologieunternehmen**, die ein innovatives Vorhaben durchführen, nicht älter als 5 Jahre sind, weniger als 50 Mitarbeiter beschäftigen und entweder einen Jahresumsatz von max. 7 Mio. € oder eine Bilanzsumme von 5 Mio. € nicht überschreiten.³ Die gleichzeitige Förderung eines Vorhabens desselben Unternehmens im Rahmen des BTU-Programms der tbG ist nicht möglich.⁴

Die Fördermittel werden nicht direkt, sondern als **Refinanzierungskredit** vergeben. Refinanziert werden bis zu 70 % der Beteiligung bei einem Kredithöchstbetrag von 1,4 Mio. €. Das Förderziel wird maßgeblich dadurch erreicht, dass die KfW im Fall des Scheiterns den Beteiligungsgeber vollständig von der Haftung für seinen Refinanzierungskredit freistellt. Das Eigenrisiko des Beteiligungsgebers ist somit auf 30 % der Beteiligungssumme beschränkt. Als Entgelt für den 10-jährigen, endfälligen Refinanzie-

¹ Die Variante mit zehn Jahren Laufzeit sieht zwei Tilgungsfreijahre vor, die Variante mit 20 Jahren Laufzeit drei Tilgungsfreijahre und die 15-jährige Laufzeit ist als endfälliges Darlehen ausgestaltet.

² Bei der endfälligen 15-jährigen Laufzeitvariante besteht diese Möglichkeit nicht.

³ Als weitere Voraussetzung dürfen die zu fördernden Unternehmen sich nicht zu 25 % oder mehr in Besitz eines Unternehmens befinden, das die vorgenannten Anforderungen nicht erfüllt. Zu den Spezifikationen des „KfW/BMWi-Technologie-Beteiligungsprogramms (BTU)“ vgl. Kreditanstalt für Wiederaufbau (Hrsg.) (2000b), S. 10 f.

⁴ Häufig wird das ERP Innovationsprogramm von jungen Unternehmen in Anspruch genommen, wenn diese bereits das maximale Fördervolumen ausgeschöpft haben und/oder die Förderkriterien des BTU-Programms überschreiten (vgl. Blanckenburg, H. von (2001), S. 274).

rungskredit ist ein fester risikoadjustierter Zinssatz zu zahlen, der sich vergünstigt, sofern für die KfW eine Gewinnbeteiligung vereinbart wird.¹

b) ERP-Innovationsprogramm (Beteiligungsvariante²)

Während sich das BTU-Programm insbesondere auf Technologieunternehmen in den Frühphasen ihrer Entwicklung fokussiert, zielt die Beteiligungsvariante des ERP-Innovationsprogramms **auch auf etablierte Freiberufler und mittelständische Unternehmen** mit anspruchsvollen neuen Technologien und Dienstleistungen. Als Fördergrenze gilt ein Jahresumsatz von bis zu 125 Mio. €.³

Analog zum BTU-Programm werden die Fördermittel Beteiligungsgebern als **Refinanzierungskredit** zur Verfügung gestellt. Die Antragsmodalitäten entsprechen ebenfalls denen des BTU-Programms. Es werden bis zu 75 % der Beteiligung (neue Bundesländer 85 %) refinanziert, wobei die absolute Obergrenze bei 5 Mio. € liegt. Die Haftungsfreistellung des Beteiligungsgebers ist auf 60 % limitiert. Als Verwendungszweck kommen Forschungs- und Entwicklungsarbeiten sowie Anpassungsentwicklungen bis hin zur Markteinführung der neuen oder wesentlich verbesserten Produkte, Verfahren oder Dienstleistungen in Frage. Das ERP-Innovationsprogramm besitzt eine Laufzeit von 10 Jahren und ist endfällig. Als Entgelt ist eine fixe und eine variable, gewinnabhängige Komponente zu zahlen. Letztere ist frei vereinbar und soll in der Bemessung dem inhärenten Beteiligungsrisiko Rechnung tragen. Im Rahmen der von der Europäischen Kommission vorgegebenen Höchstgrenzen ist die Förderung mit anderen Förderprogrammen kombinierbar. Die Kombination mit anderen ERP-Mitteln ist jedoch ausgeschlossen.⁴

c) KfW-Beteiligungsfonds (Ost) (BFO)

Wirtschafts- und strukturpolitischen Fördermotiven folgend zielt der im Jahre 1996 aufgelegte KfW-Beteiligungsfonds (Ost) auf die Unterstützung von Beteiligungsnehmern in den neuen Ländern und Berlin-Ost.⁵ Durch **zinsgünstige Refinanzierungsdarlehen an Beteiligungsgeber** soll die Eigenkapitalausstattung kleiner und mittlerer Unternehmen der gewerblichen Wirtschaft verbessert werden. Um eine möglichst breite

¹ Vgl. Blanckenburg, H. von (2001), S. 274.

² Daneben existiert eine Kreditvariante des ERP-Innovationsprogramms, die hier nicht vertieft wird.

³ In Ausnahmefällen werden auch Unternehmen mit einem Gruppenumsatz von bis zu 500 Mio. € gefördert. Zu den Spezifikationen des „ERP-Innovationsprogramms (Beteiligungsvariante)“ vgl. Kreditanstalt für Wiederaufbau (Hrsg.) (2000b), S. 8 f.

⁴ Sie sollen zudem nicht neben Zuwendungen aus dem Bundeshaushalt zur Verfügung gestellt werden (vgl. Deutsche Ausgleichsbank (Hrsg.) (1999), S. 1).

⁵ Zu den Spezifikationen des „KfW-Beteiligungsfonds (Ost) (BFO)“ vgl. Kreditanstalt für Wiederaufbau (Hrsg.) (2000b), S. 12 f.

Verwendung zu ermöglichen, sind die Vergabevoraussetzungen und die möglichen Einsatzzwecke entsprechend wenig restriktiv formuliert. So liegt die Fördergrenze bei einem Jahresumsatz von 250 Mio. €. Finanziert werden bis zu 100 % des vom Beteiligungsgeber investierten Beteiligungsbetrags und zwar bis zu einer Höhe von 5 Mio. €. Die Mittel sollen für Maßnahmen verwendet werden, die der Beteiligungsnehmer in seiner Betriebsstätte in den neuen Ländern oder Berlin-Ost durchführt. Die Form der Beteiligung ist frei wählbar, ebenso die Ausgestaltung des gewinnabhängigen Beteiligungsentgeltes. Wie bei den zuvor vorgestellten KfW-Programmen darf der Beteiligungsgeber von dem Beteiligungsnehmer keine Sicherheiten einfordern. Weitere Eckdaten sind ein fester Zinssatz, 10-jährige Laufzeit sowie Endfälligkeit des Darlehens. Der Beteiligungsgeber wird von der KfW i. d. R. zu 50 % von der Haftung für die Rückzahlung freigestellt.

d) ERP-Beteiligungsprogramm

Im Gegensatz zu den zuvor beschriebenen Förderprogrammen der KfW wird im Rahmen des ERP-Beteiligungsprogramms eine Refinanzierung des Engagements **ohne Haftungsübernahme** seitens der KfW angeboten.¹ Das Programm richtet sich **insbesondere an die Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften** der Länder, die ihre Beteiligungen bei Bürgschaftsbanken der Länder absichern können. Gefördert werden kleine Unternehmen, die einen Jahresumsatz von 50 Mio. € nicht überschreiten und die nicht mehr als 499 Beschäftigte haben. Die Mittel des Programms können für ein breites Spektrum unternehmerischer Maßnahmen verwendet werden. Maximal werden 75 % der Beteiligung (neue Länder und Berlin-Ost 85 %) zu einem vergünstigten Zinssatz refinanziert. Die Laufzeit des Refinanzierungskredits liegt in Abhängigkeit von den Tilgungsmodalitäten (Endfälligkeit oder Ratentilgung) zwischen 10 und 15 Jahren. Die absolute Grenze liegt (i. d. R.) bei 500.000 € (neue Länder und Berlin-Ost 1 Mio. €). Zudem soll die Beteiligung das vorhandene Eigenkapital des Beteiligungsnehmers nicht übersteigen. Jede Form der Beteiligung ist grundsätzlich zulässig, sofern die Teilnahme am Verlust im Vergleichs- oder Konkursfall nicht ausgeschlossen wird. Die gewinnabhängige Komponente des Beteiligungsentgelts ist frei vereinbar; die Gesamtbelastung des Beteiligungsnehmers darf jedoch im Durchschnitt der Beteiligungsdauer 12 % p. a. nicht überschreiten.

¹ Zu den Spezifikationen des „ERP-Beteiligungsprogramms“ vgl. Kreditanstalt für Wiederaufbau (Hrsg.) (2000b), S. 16 f.

e) KfW-Risikokapitalprogramm

Im Rahmen des KfW-Risikokapitalprogramms werden keine liquiden Mittel zur Verfügung gestellt, sondern lediglich **Garantien zur Absicherung von Beteiligungen**.¹ Das Programm richtet sich **ausschließlich an PEG**. Durch die anteilige Absicherung der Engagements von PEG soll die Ausstattung von KMU mit zusätzlichem Haftungskapital verbessert werden. Bis zu 40 % (neue Länder 50 %) einer Beteiligung von bis zu 5 Mio. € können seitens der KfW abgesichert werden.² Als Vergabevoraussetzung sollen die Beteiligungsnehmer einen Jahresumsatz von weniger als 500 Mio. € aufweisen. Die Beteiligungsgeber (PEG) sollten über angemessene finanzielle und personelle Ressourcen verfügen, um das Beteiligungsengagement entsprechend betreuen zu können. Die letztlich durch den Beteiligungsnehmer zu zahlende Provision liegt – abhängig vom Risiko und der Umsatzgrößenklasse – zwischen 0,45 % und 2,2 % p. a. auf den Beteiligungsbetrag gerechnet. Die Laufzeit der Garantie ist auf 10 Jahre begrenzt.

Als **Fazit** dieses Überblicks über die staatlichen Förderprogramme kann festgehalten werden, dass für regionale Kreditinstitute derzeit zahlreiche Möglichkeiten existieren, an den staatlichen Angeboten zu partizipieren. Hierdurch kann einerseits das Risiko im erheblichen Maße reduziert und zugleich das darstellbare Beteiligungsvolumen ausgeweitet werden.

C. Analyse des deutschen Private-Equity-Marktes

Die Analyse des deutschen PE-Marktes dient dazu, die Informationsbasis für die sich im dritten Hauptteil anschließenden Ausführungen zu vervollständigen. Hierzu wird zunächst die Entwicklungsgeschichte des PE-Marktes umrissen, um danach die aktuelle Struktur des deutschen PE-Marktes detailliert zu analysieren. Abschließen wird das Kapitel mit einer Analyse der Rentabilität von PE-Investments.

I. Entwicklung und Status quo

Ziel der nachfolgenden Ausführungen ist es, die Entwicklungsgeschichte des deutschen PE-Marktes komprimiert darzustellen. Dem Überblick über die historische Marktentwicklung folgt eine ausführlichere Betrachtung der jüngsten Vergangenheit des deutschen PE-Marktes. Mit dem idealtypischen PE-Zyklus wird ein Bezugsrahmen vorgestellt, der es ermöglicht, die extremen Entwicklungen der jüngsten Vergangenheit –

¹ Zu den Spezifikationen des „KfW-Risikokapitalprogramms“ vgl. Kreditanstalt für Wiederaufbau (Hrsg.) (2000b), S. 14 f.

² Während die Verwendung des eingebrachten Beteiligungskapitals in den neuen Ländern für den Beteiligungsnehmer vollständig freigestellt ist, ist der Einsatzzweck in den alten Ländern auf die Erschließung neuer Geschäftsfelder, Nachfolgeregelungen und Brückenfinanzierungen begrenzt.

Boom und Konsolidierung – im Grundsatz zu erläutern. Abschließend folgt eine grobe Schätzung des Potenzials des deutschen PE-Marktes durch einen internationalen Quervergleich.

1. Überblick über die historische Marktentwicklung

Vor dem Hintergrund der sich sukzessive verringernden Eigenkapitalquote der Deutschen Wirtschaft wurde in den sechziger Jahren zunehmend die Frage aufgeworfen, wie es insbesondere der mittelständischen Wirtschaft ohne Börsenzugang ermöglicht wird, die Eigenkapitalbasis nachhaltig zu stärken, um die Krisenanfälligkeit zu verringern. Die **erste PEG wurde im Jahre 1965** von einer Gruppe privater Investoren gegründet.¹ Noch im selben Jahr schlossen sich drei weitere Gründungen an, deren Initiatoren im Wesentlichen aus der Kreditwirtschaft stammten. Unter anderem wurde von der Deutschen Bank gemeinsam mit sechs deutschen Privatbanken und einer PEG aus Schweden die Deutsche Beteiligungsgesellschaft mbH gegründet, die heute als deutsche Marktführerin börsennotiert unter dem Namen Deutsche Beteiligungs AG firmiert. Bis Ende der sechziger Jahre folgten weitere Gründungen von PEG, welche jedoch schon nach relativ kurzer Zeit den Geschäftsbetrieb wieder eingestellt haben. Vielen PE-Pionieren fehlte es an der erforderlichen Qualifikation für das neuartige Geschäft. Zudem fiel der Start des deutschen PE-Marktes mit der ersten größeren Rezessionsphase der Nachkriegszeit zusammen.²

Die zweite Entwicklungsphase des deutschen PE-Marktes begann Anfang der siebziger Jahre. Das Bundeswirtschaftsministerium bot seit 1970 als Verwalter des **ERP-Sondervermögens** zinsgünstige Refinanzierungsmittel und Rückgarantien für Engagements an mittelständischen Unternehmen an. Da jedoch der Erfolg der privatwirtschaftlichen Beteiligungsfinanzierung ausblieb und infolge dessen das Förderangebot nicht im erwarteten Maße nachgefragt wurde, kam es Anfang der siebziger Jahre zur Gründung der ersten **Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften** (MBG, vgl. 2. Teil A. I. 2. b)), die sich auf den Erwerb von aus öffentlichen Mitteln subventionierten Beteiligungen spezialisierten.³ Heute existieren MBG's in allen Bundesländern. Hinsichtlich ihrer Geschäftsaktivität zeigt sich jedoch ein sehr heterogenes Bild.

Im Sparkassensektor gründeten ebenfalls zu Beginn der siebziger Jahre die ersten **Landesbanken ihre Beteiligungs-Tochtergesellschaften**, von denen einige, wie zum Beispiel die WestKB – Westdeutsche Kapitalbeteiligungsgesellschaft mbH, auch heute noch einen besonderen Stellenwert im deutschen Private-Equity-Markt einnehmen.

¹ Vgl. Leopold, G./Frommann, H. (1998), S. 43-47.

² Vgl. ebenda.

³ Vgl. Wupperfeld, U. (1994), S. 30.

Der Investitionsfokus der frühen PEG richtete sich insbesondere auf bereits etablierte KMU. Dem Ziel folgend, speziell die Gründungs- und Innovationsfinanzierung zu fördern, wurde im Jahre 1975 vom Bund unter Mitwirkung von 27 Kreditinstituten die **Wagnisfinanzierungsgesellschaft mbH (WFG)** gegründet. Für die Dauer einer für 15 Jahre geplanten Pilotphase sollten 75 % der möglichen Verluste durch den Bund abgesichert werden. Aufgrund einer Reihe – zum Teil konzeptionsbedingter Ursachen – blieb der geschäftliche Erfolg der WFG jedoch aus, so dass sie nach 10 Jahren – noch vor Ablauf der geplanten Pilotphase – den Geschäftsbetrieb einstellte.¹

Insgesamt verlief das Wachstum des PE-Marktes in den siebziger Jahren langsam, aber stetig. Die Zahl der gemeldeten PEG lag 1975 bei 24 Gesellschaften.² In der gesamten Dekade wurden von rund 600 Mio. € in knapp 2000 PU investiert (vgl. Tabelle 13).

Zeitraum	Bruttoinvestitionen (in Mrd. €)	Anzahl PU
1971 bis 1980	0,6	1.978
1981 bis 1990	1,9	2.088
1991 bis 2000	16,0	13.438

Tabelle 13: Der deutsche Private-Equity-Markt – Drei Dekaden im Vergleich³

In den achtziger Jahren begann eine **erste Expansionsphase** des deutschen PE-Marktes. Zwei Jahrzehnte nach der Gründung der ersten deutschen PEG hat das Gesamtportfolio – als die Summe des in Beteiligungen gehaltenen Kapitals – erstmals eine halbe Mrd. € überschritten. Vier Jahre später waren es eine Mrd. €. ⁴ Insgesamt wurden in den achtziger Jahren rund 1,9 Mrd. € investiert, wobei sich die Anzahl der PU gegenüber dem Vorjahrzehnt kaum erhöht hat (vgl. Tabelle 13). Die Anzahl der gemeldeten PEG stieg in diesem Zeitraum von ca. 30 auf ca. 80 Gesellschaften an.⁵ Im Gegensatz zur vorangegangenen Dekade, in der die förderorientierten Beteiligungsgesellschaften das Marktgeschehen dominierten, gewannen in den achtziger Jahren die **renditeorientierten PEG langsam an Bedeutung**. Eine maßgebliche Ursache hierfür waren die Berichte über die wirtschaftlichen Erfolge des US-Marktes.⁶ Beispiele wie Apple oder Genetech ließen auch in Deutschland eine PE-Euphorie entstehen. 1983 kam es zur Gründung der ersten PEG nach amerikanischem Vorbild, die den Investitionsfokus ausschließlich auf

¹ Vgl. Leopold, G./Frommann, H. (1998), S. 59-61.

² Vgl. ebenda, S. 80.

³ Vgl. Hertz-Eichenrode, A. (2001), S. 10 f.

⁴ Vgl. Wupperfeld, U. (1994), S. 31.

⁵ Vgl. Leopold, G./Frommann, H. (1998), S. 80.

⁶ Vgl. Kulicke, M. (1998), S. 10.

die Frühphasenfinanzierung innovativer Unternehmen richtete. Die bereits am Markt bestehenden PEG, die sich bisher auf die etablierten Unternehmen konzentrierten, diversifizierten ihr Investitionsspektrum zunehmend in Richtung VC i. e. S.¹

Begünstigt wurde das Wachstum des PE-Marktes durch das prosperierende wirtschaftliche Umfeld der achtziger Jahre, durch den steigenden Kapitalbedarf im Vorfeld des europäischen Binnenmarktes, durch die fortschreitende Erosion der Eigenkapitalbasis der mittelständischen Unternehmen sowie durch den Generationenwechsel in der Unternehmensführung deutscher Nachkriegsunternehmen.²

Die erste Expansionsphase setzte sich bis einschließlich 1991 fort. Der Zeitraum von 1992 bis 1996 war, wenn man ausschließlich das relative Wachstum betrachtet, durch eine **Konsolidierung** des PE-Marktes auf – für damalige Verhältnisse – hohem Niveau gekennzeichnet. Dem verlangsamten Neugeschäft standen vermehrt zum Exit gereifte PU gegenüber. Das Gesamtportfolio wuchs bis 1996 auf 3,1 Mrd. € an (vgl. Abbildung 36).

Die **explosionsartige Entwicklung** nach 1996 rückt das Wachstum der vorangegangenen 30 Jahre in ein anderes Licht. Das Fondsvolumen – als Summe von investiertem Gesamtportfolio und noch nicht investiertem Kapital („Kriegskasse“) stieg von 1996 von 5 Mrd. € auf 18,6 Mrd. € im Jahr 2000 an (Abbildung 36) und hat sich damit in vier Jahren mehr als verdreifacht. Die Zahl der PEG erhöhte sich in diesem Zeitraum von 86 auf 182 Gesellschaften.

Mit dem zwischenzeitlichen **Platzen der Spekulationsblase** an den Kapitalmärkten und dem deutlich verschlechterten wirtschaftlichen Umfeld hat das explosionsartige Wachstum der PE-Märkte international ein abruptes Ende gefunden.³ Im Rahmen der nachfolgenden Betrachtungen werden die extremen Entwicklungen der vergangenen fünf Jahre – Boom und Konsolidierung – einer detaillierteren Analyse unterworfen.

¹ Vgl. Wupperfeld, U. (1994), S. 31.

² Vgl. Leopold, G./Frommann, H. (1998), S. 62 f.

³ Eine abschließende Beurteilung über die Auswirkungen auf den deutschen PE-Markt im Jahr 2001 ist noch nicht möglich, da nur ausgewählte Kennzahlen der BVK-Statistik unterjährig ausgewiesen werden. Die nachfolgenden Darstellungen zur Marktstruktur werden – soweit vorhanden – die aktuellen Daten ausweisen.

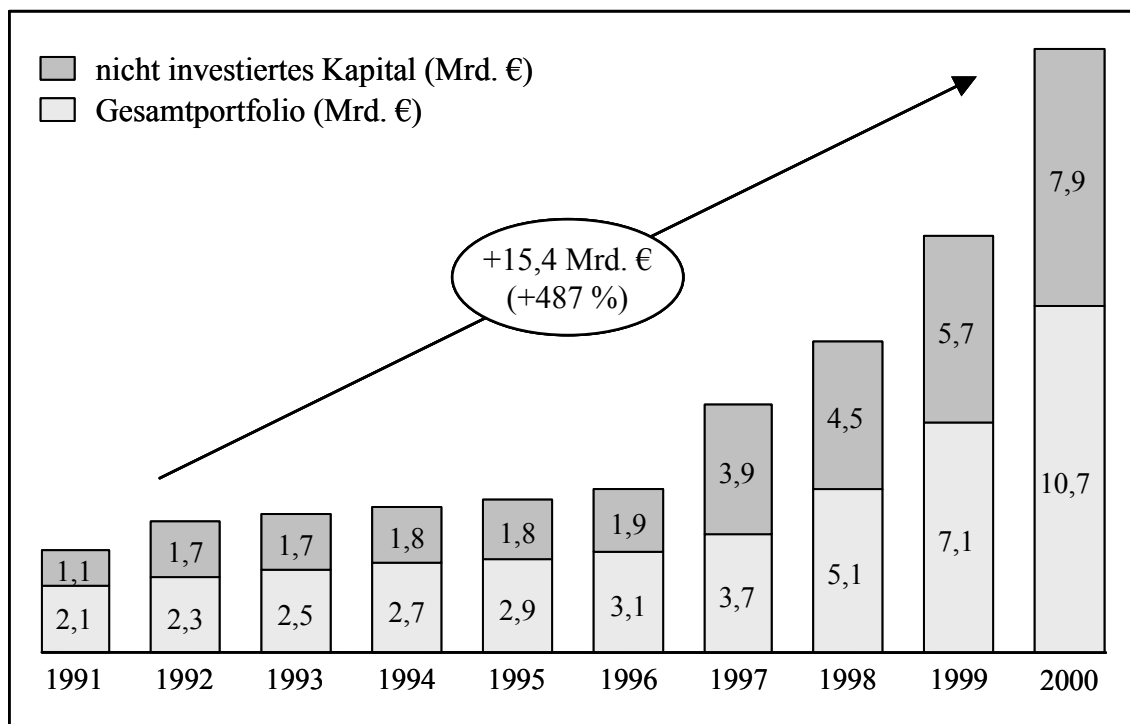


Abbildung 36: Entwicklung des Private-Equity-Fondsvolumen in Deutschland in der vergangenen Dekade (BVK-Mitglieder)¹

2. Einordnung des aktuellen Marktgeschehens in den idealtypischen Private-Equity-Zyklus

a) Der idealtypische Private-Equity-Zyklus

Die extremen Entwicklungen der jüngsten Vergangenheit zeigten erneut, dass PE-Märkte einem zyklischen Verlauf folgen. Dies gilt sowohl für den US-amerikanischen PE-Markt, für den bereits mehrere durchlaufene Zyklen feststellbar sind, als auch für den noch relativ jungen deutschen PE-Markt.²

Aufgrund der sehr **ausgeprägten Marktunvollkommenheiten** (Informationsasymmetrien, Transaktionskosten, Illiquidität) können sich Anpassungs- und Gleichgewichtsprozesse nur mit erheblichen Friktionen vollziehen. Es besteht somit auf den PE-Märkten die immanente Gefahr, dass „normale“ wirtschaftliche Konjunkturzyklen eine besonde-

¹ Zusammengestellt aus den BVK-Jahrbüchern von 1992 bis 2001. Den nachfolgenden Statistiken und Analysen liegen als Datenbasis im Regelfall die beim BVK gemeldeten PEG zugrunde. Gemessen am Fondsvolumen im Jahr 2000 repräsentieren diese ca. 92 % des Gesamtmarktes (errechnet aus den Angaben des BVK, vgl. Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (2001b), S. 60, 70). Soweit es sich im Weiteren um statistische Angaben zum deutschen PE-Markt aus dem BVK-Jahrbuch 2001 handelt, wird auf eine gesonderte Quellenangabe verzichtet.

² Vgl. Hertz-Eichenrode, A. (2001), S. 14. Zum zyklischen Verlauf des amerikanischen PE-Marktes vgl. auch Bader, H. (1996), S. 169-173; Weitnauer, W. (Hrsg.) (2001), S. 22-26.

re Dynamik entfachen. PE-Märkte sind prädestiniert für einen zyklischen Verlauf. Der idealtypische PE-Zyklus ist in Abbildung 37 veranschaulicht.

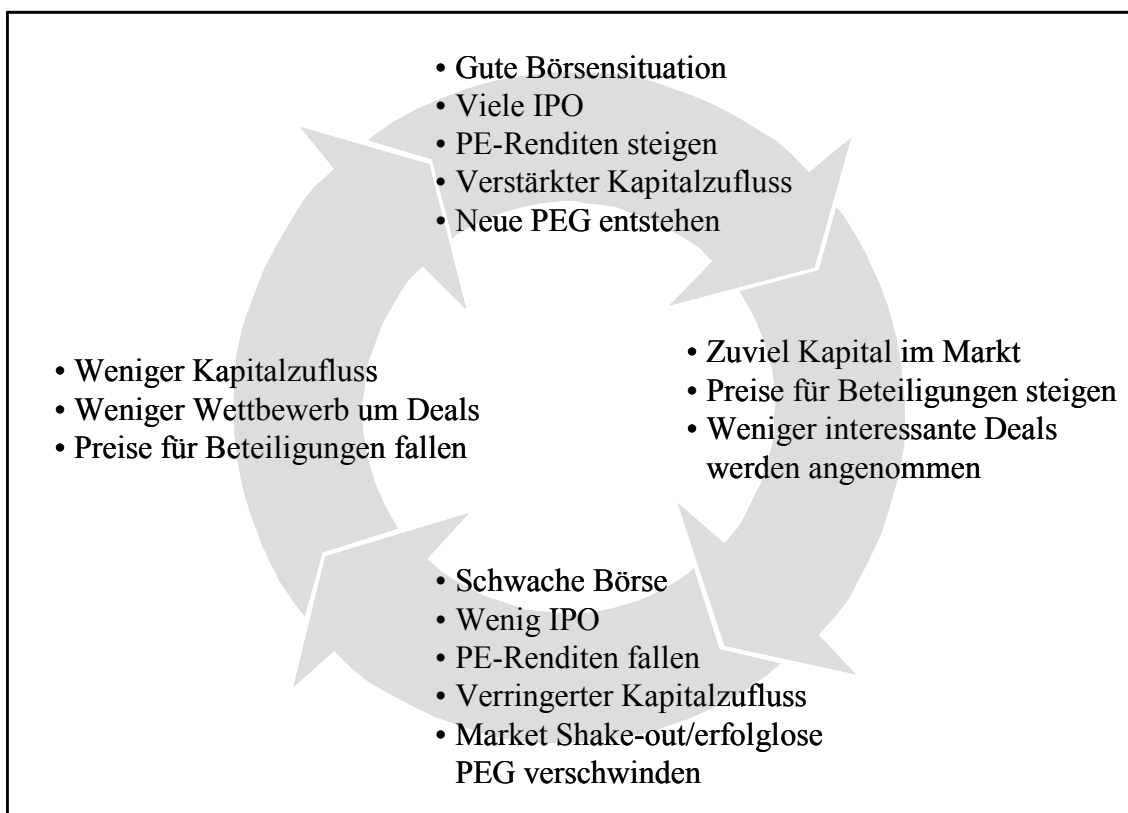


Abbildung 37: Zyklus des Private-Equity-Marktes¹

Wenngleich sich die Länge der einzelnen Zyklusphasen nicht vorhersagen lässt, ist es für ein erfolgreiches PE-Management von großer Bedeutung, sich stets darüber bewusst zu sein, dass der PE-Markt durch eine starke Zyklizität gekennzeichnet ist. Die Wirkungszusammenhänge im PE-Zyklus sowie die Gefahren eines pro-zyklischen Investitionsverhaltens werden nachfolgend anhand einer detaillierten Darstellung der jüngsten Vergangenheit verdeutlicht.

b) Boom-Phase von 1997 bis 2000

Die im Vorfeld nicht zu erwartende Entwicklung des PE-Marktes von 1997 bis 2000 ist in ihrer Vehemenz auch rückblickend nicht vollständig zu ergründen. Zunächst ist festzustellen, dass es sich **nicht um ein nationales Phänomen** handelte. In den europäi-

¹ In Anlehnung an Geigenberger, I. (1999), S. 27.

schen Nachbarländern war ein ähnliches und in den USA – dem Mutterland der Beteiligungsfinanzierung – ein noch fulminanteres Wachstum zu beobachten.¹

Der Wachstumsschub folgte der Konsolidierungsphase der Jahre 1992 bis 1996. Betrachtet man die Entwicklung des Investitionsgrades (Verhältnis von Gesamtportfolio zum Fondsvolumen) so fällt auf, dass dieser im Jahre 1997 deutlich abfällt (48 % gegenüber 62 % im Vorjahr)². Dieser Liquiditätsüberhang ist ein Hinweis darauf, dass zumindest die Anfänge des expansiven Wachstums **von Seiten der Kapitalgeber induziert** wurden und nicht etwa durch eine grundlegend veränderte Unternehmenskultur.

Die ausschlaggebende Ursache für den Kapitalzufluss war zweifelsohne die **Kursentwicklung an den Börsen**. Insbesondere der Boom an der technologieorientierten NASDAQ eröffnete den amerikanischen PEG einen höchst attraktiven Exit-Kanal.³ Vor dem Hintergrund zahlreicher Erfolgsmeldungen (z. B.: Cisco Systems, Amazon, Sun Microsystems, Ebay, Starbucks u. v. m.⁴) ist es verständlich, dass auch institutionelle Investoren zunehmend bereit waren, weiteres Kapital in die Asset-Klasse PE zu allokkieren.

Wie stark der **Gleichlauf** zwischen der NASDAQ und dem deutschen PE-Volumen in der vergangenen Boom-Phase war, verdeutlicht Abbildung 38. Bezogen auf das Basisjahr 1995 steigt das deutsche PE-Fondsvolumen nahezu parallel mit dem NASDAQ-Composite-Index.⁵

¹ Die US-amerikanische PE-Statistik weist kein direktes Pendant zum „Fondsvolumen“ oder zum „Gesamtportfolio“ der BVK-Statistik aus. Das Marktwachstum kann jedoch alternativ anhand der Investitionsvolumina beurteilt werden (vgl. Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (2001b), S. 95-103 sowie für die europäische Entwicklung S. 85-94). Die Entwicklung in den asiatischen Ländern ist durch die Finanzkrise geprägt, gleicht sich jedoch ab 1998 der weltweiten Entwicklung an (vgl. Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (2001b), S. 107-115).

² Vgl. Abbildung 36.

³ Die amerikanischen PE-Investments erreichten im Spitzenjahr 1999 eine durchschnittliche Jahresrendite in Höhe von 165 % (vgl. Weitnauer, W. (Hrsg.) (2001), S. 25).

⁴ Vgl. Feinendegen, St./Hommel, U./Wright, M. (2001), S. 570 f.

⁵ Auf die Berechnung eines Korrelationskoeffizienten oder Bestimmtheitsmaßes wurde verzichtet, da für den PE-Markt lediglich Jahreswerte vorliegen. Die Jahresdurchschnittswerte des NASDAQ-Composite-Index wurden taggenau berechnet.

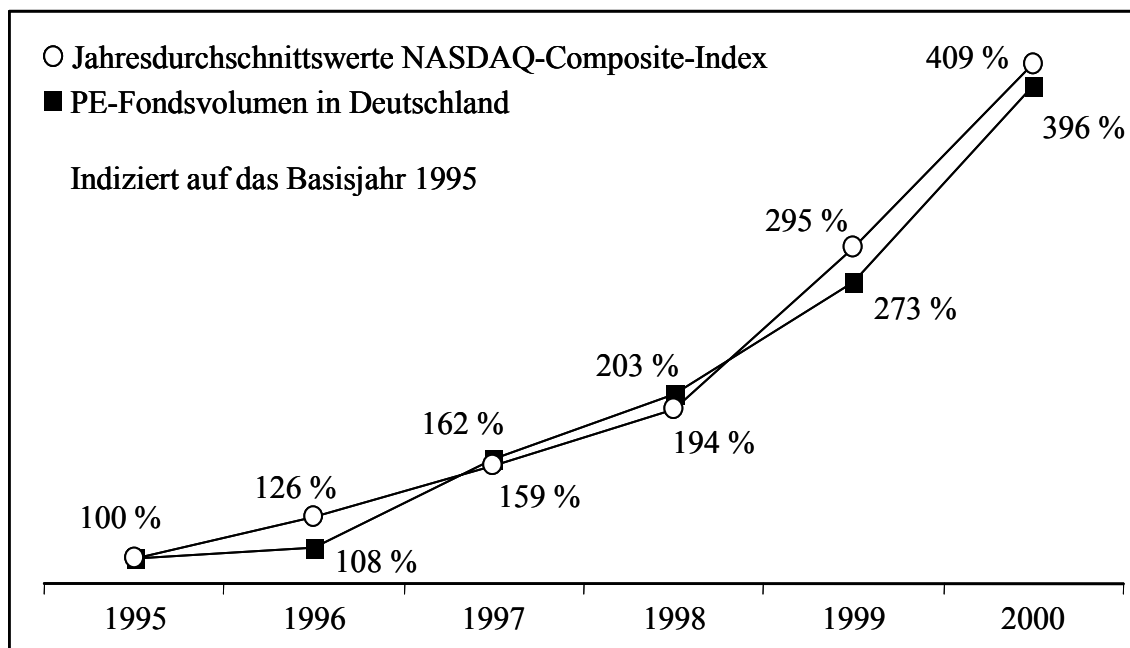


Abbildung 38: Entwicklung des NASDAQ-Composite-Index und des deutschen Private-Equity-Fondsvolumens von 1995 bis 2000¹

Mit der Einführung des **Neuen Marktes** im Jahre 1997 wurde in Deutschland² ein ähnlich attraktiver Exit-Kanal für PE-Investments wie die NASDAQ geschaffen und damit die Grundvoraussetzung für ein expansives Wachstum.³ Tatsächlich überflügelte die Performance des Neuen Marktes die des amerikanischen Vorbilds deutlich, was sich jedoch (rückblickend) als reine Spekulationsblase herausgestellt hat. Im Zuge der Neuen-Markt-Euphorie konnten Ansätze einer gesellschaftlichen Veränderung im Sinne einer „Start-up-Kultur“ festgestellt werden. Flankiert wurde dieser Wandel durch eine Ausweitung des staatlichen Förderangebots sowie durch diverse Deregulierungen (Kapitalersatzrecht, UBGG, Erleichterung des Börsenzugangs und Reform der Prospekthafung im Rahmen des dritten Finanzmarktförderungsgesetzes).⁴

Dem idealtypischen PE-Zyklus folgend kann der Kapitalzufluss der Boom-Phase vom Markt nicht adäquat absorbiert werden. Dies ist auch für den deutschen Markt im Zeitraum 1996 bis 2000 zu konstatieren. Wie die Investitionsgrade der deutschen PEG bereits vor 1996 zeigten, war nicht das Beteiligungskapital, sondern der Zugang zu

¹ Quelle: Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (1996-1999), (2000a), (2001b); <http://globalfindata.com>; eigene Berechnungen.

² Etwa zur gleichen Zeit wurden in Europa weitere auf junge und innovative Unternehmen fokussierte Börsen etabliert wie die EASDAQ in Brüssel (1996) oder der Nouvé Marche in Paris (1997).

³ *Bygrave* und *Timmons* betonen, dass ohne einen geeigneten Markt für Erstplatzierungen der gesamte PE-Prozess nicht lebensfähig ist (vgl. *Bygrave, W. D./Timmons, J. A.* (1992), S. 169).

⁴ Siehe hierzu Kapitel B. sowie *Weitnauer, W.* (Hrsg.) (2001), S. 43-63.

geeigneten Investitionsobjekten ein Engpass für den PE-Markt.¹ Als Konsequenz aus dem erhöhten Kapitalzufluss intensiviert sich der Wettbewerb zwischen den PEG mit dem Ergebnis, dass die **Preise für Unternehmensbeteiligungen steigen** und dass zudem auch **marginal profitable Beteiligungen** eingegangen werden.² Verstärkt wird dieser Trend durch einen weiteren relevanten Engpass der PE-Branche: **qualifizierte PE-Mitarbeiter**.³ Da diese nicht im beliebigen Maße verfügbar sind, erhöht sich in Boom-Phasen die Gefahr der Fehlinvestments.

c) Marktkonsolidierung seit 2001

Für die weltweiten PE-Märkte ist spätestens seit dem Jahr 2001 die nächste Zyklusphase erreicht. Rechnet man die vorläufigen Zahlen für das Jahr 2001 (I. bis III. Quartal) auf das Gesamtjahr hoch, so zeigt sich, dass sich die Bruttoinvestitionen gegenüber dem Vorjahr **um mehr als 35 % verringern** werden.⁴

Die nachhaltige Börsenschwäche trifft die PE-Branche in mehrfacher Weise. So hat sich die Anzahl der IPO binnen kürzester Zeit deutlich verringert.⁵ Insbesondere der Neue Markt ist durch besonders starke Kurseinbrüche und dementsprechend geringe Emissionsaktivitäten gekennzeichnet. Für die PEG besteht derzeit kaum die Möglichkeit, ihre Beteiligungen über diesen Exit-Weg zu veräußern. Auch die übrigen Exit-Wege sind von dem schlechten Börsenumfeld betroffen, da der organisierte Kapitalmarkt als Bewertungsmaßstab fungiert. Ohne geeignete Veräußerungsmöglichkeiten müssen die Beteiligungen länger als geplant gehalten werden. Mithin ist ein „**Beteiligungsstau**“ zu konstatieren.⁶ Das gebundene Kapital fehlt an anderer Stelle und zieht oftmals auch aussichtsreiche Unternehmen in Mitleidenschaft.⁷

Das schwache wirtschaftliche Umfeld bleibt auch für die wirtschaftlichen Aktivitäten der PU nicht ohne Folgen. Die Prämissen vieler neuer Geschäftsmodelle, die auf einer schnellen Besetzung von Marktpositionen basierten und entsprechend hohe Vorinvestitionen erforderten, erweisen sich zwischenzeitlich häufig als unrealistisch. Dabei rächt

¹ Vgl. Abbildung 36.

² Vgl. Bader, H. (1996), S. 270.

³ Vgl. Mackewicz, D. (1999), S. 36.

⁴ Quelle: Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (2001c). Diese Daten können im Internet abgefragt werden unter der URL: <http://www.bvk-ev.de/00/fakten.cfm>. Die wenigen veröffentlichten vorläufigen Kennzahlen können nur eingeschränkt Auskunft über das tatsächliche Ausmaß der Konsolidierung geben. Viele erforderliche Wertberichtigungen werden erst zum Jahresresultimo erfolgen.

⁵ Eine ausführliche Darstellung der Emissionsaktivitäten folgt in Kapitel C. II. 3.

⁶ Vgl. Bygrave, W. D./Hay, M./Peeters, J. B. (2000), S. 304 f.

⁷ Vgl. ebenda.

es sich, dass in Boom-Phasen oftmals auch weniger aussichtsreiche Deals abgeschlossen werden.¹

Die aufgezeigten Problemfelder führen in der Summe dazu, dass sich die PE-Renditen und der Kapitalzufluss drastisch verringern. Für die Zukunft ist daher von einem **Marktberaumigungsprozess** auszugehen, im Zuge dessen einige unrentable PEG vom Markt verschwinden werden (Market-Shake-out).

Den negativen Implikationen der Konsolidierung steht entgegen, dass das Ausscheiden unrentabler PEG sowie die Erfahrungen der verbleibenden zur Professionalisierung und damit zur langfristigen Festigung der PE-Branchen beitragen. Zudem bieten sich in Konsolidierungsphasen mit niedrigeren Bewertungsniveaus neue **lukrative Einstiegs-möglichkeiten**. Bei einer angenommen durchschnittlichen Haltedauer einer PE-Beteiligung von fünf Jahren bestehen gute Chancen, den Exit in einem freundlicheren konjunkturellen Umfeld zu realisieren.²

3. Entwicklungsgrad des deutschen Private-Equity-Marktes im internationalen Vergleich

Wie dargestellt wurde, hat der deutsche PE-Markt eine rasante Entwicklung vollzogen. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund, dass die Unternehmensfinanzierung in Deutschland traditionell vorrangig durch Bankkredite und nicht über den Kapitalmarkt erfolgt.³

Zieht man die USA als Vergleichsbasis heran, so sind neben grundsätzlich verschiedenen Finanzierungskulturen und Rahmenbedingungen, die hier nicht weiter vertieft werden, auch die **unterschiedlichen Startzeitpunkte** der Marktentwicklung in der Bewertung zu berücksichtigen. Während der US-amerikanische PE-Markt seinen historischen Ursprung mit der Gründung der ersten PEG im Jahre 1946 hat,⁴ startet die Entwicklung in Deutschland knapp 20 Jahre später. In den USA ließ der erste Wachstumsschub der PE-Branche 35 Jahre auf sich warten. Dabei wurde der US-Markt bereits seit den fünfziger Jahren durch staatliche Förderprogramme subventioniert.⁵ Die NASDAQ, die eine wesentliche Entwicklungsdeterminante für den PE-Markt darstellt, wurde bereits 1971 etabliert. Allein in den letzten 25 Jahren diente sie fast 3.000 PE-

¹ Vgl. Geigenberger, I. (1999), S. 26.

² Vgl. Kulicke, M./Muller, E. (1995), S. 7 f.; Bader, H. (1996), S. 271-286.

³ Siehe I. Teil: B. II. 3.

⁴ Die erste (bekannte) PEG ist die American Research Development corp (ARD), die 1946 in Boston gegründet wurde.

⁵ Vgl. Mackewicz & Partner (Hrsg.) (2000), S. 8.

finanzierten Unternehmen als Exit-Kanal.¹ Gemessen hieran stellt sich der deutsche PE-Markt als relativ junge Industrie dar, die bezogen auf den Startzeitpunkt nicht bedeutend langsamer wächst als das amerikanische Vorbild.

Im Vergleich zu den europäischen Nachbarländern nimmt der deutsche PE-Markt **nicht die herausragende Stellung ein**, die aufgrund der relativen Wirtschaftsstärke zu erwarten wäre. Wie in Abbildung 39 dargestellt, besitzt Großbritannien den mit Abstand größten Anteil (41,7 % bzw. 39,2 Mrd. €) am europäischen PE-Markt.

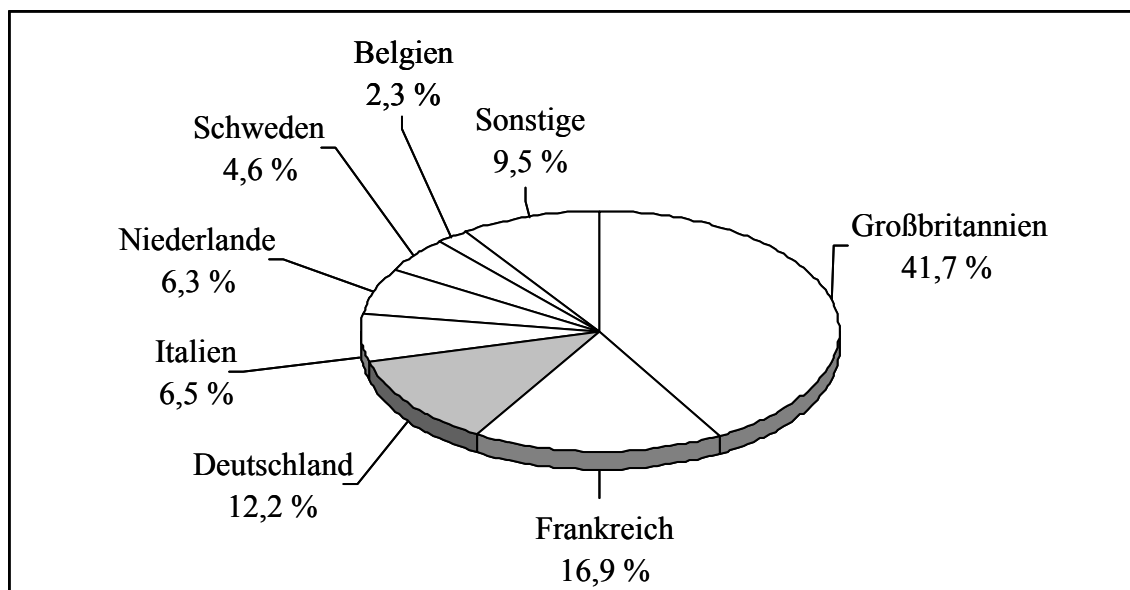


Abbildung 39: Aufteilung des europäischen Private-Equity-Marktes im Jahr 2000 in Prozent des Gesamtportfoliovolumens

Die **Dominanz Großbritanniens** lässt sich damit erklären, dass die Finanzierungskultur traditionell der US-amerikanischen sehr ähnlich ist. Den zweitgrößten Anteil am PE-Markt besitzt Frankreich (16,9 % bzw. 15,9 Mrd. €). Auch hier bestehen im Vergleich zu Deutschland grundsätzliche und historische Unterschiede in der Unternehmensfinanzierung, auf die der fortgeschrittene Entwicklungsstand des PE-Marktes zurückgeführt werden kann.² Deutschland, als das Land in Europa mit dem größten BIP, nimmt mit 12,2 % Portfolioanteil resp. 11,5 Mrd. € Gesamtportfolio lediglich Rang drei ein.³

¹ Vgl. Weitnauer, W. (Hrsg.) (2001), S. 22 f.

² Vgl. 1. Teil: B. II. 3. sowie Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (1999), S. 29-46.

³ Dieser Statistik liegen die Werte aller deutschen PEG zugrunde, einschließlich der Nicht-BVK-Mitglieder.

Um eine möglichst aktuelle Aussage über den relativen Entwicklungsstand der PE-Märkte treffen zu können, werden nachstehend die aktuellen PE-Bruttoinvestitionen ausgewählter Nationen ins Verhältnis zum jeweiligen BIP gesetzt (vgl. Abbildung 40).

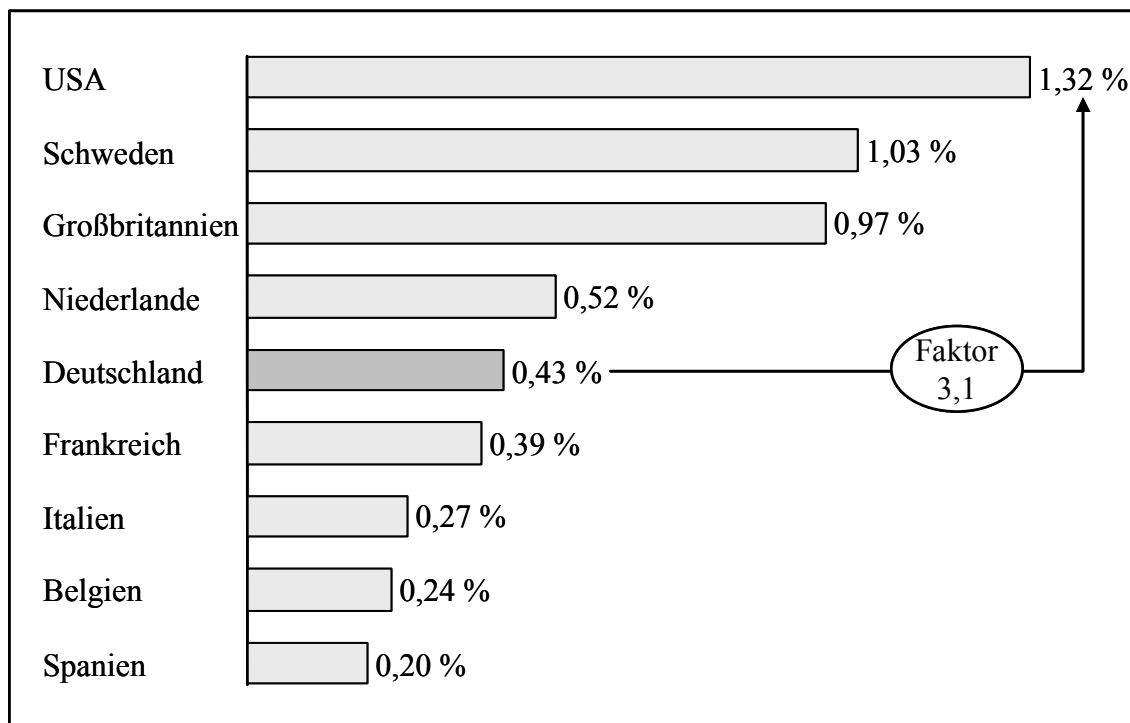


Abbildung 40: Das Verhältnis von Private-Equity-Investitionen zum Bruttoinlandsprodukt in ausgewählten Nationen (Basisjahre: 2000/1999)¹

Gemessen an dieser Relativ-Kennzahl ist der US-amerikanische PE-Markt gegenüber dem deutschen Markt im Jahr 2000 **um den Faktor 3,1 größer**. Innerhalb Europas zeigt sich beim relativen Marktvergleich eine andere Reihenfolge als auf absoluter Basis. Insbesondere Schweden fällt durch einen hohen Anteil der PE-Investitionen am BIP auf. Auch die Niederlande liegen bei einem relativen Vergleich noch vor Deutschland. Im Vergleich zum Portfolioanteil zurückgefallen ist dagegen Frankreich.

Es zeigt sich, dass die PE-Entwicklung in Deutschland – trotz der in der Vergangenheit häufig kritisierten Rahmenbedingungen – im internationalen Vergleich **nicht signifikant zurückgeblieben** ist.² Tatsächlich hat sich der Anteil der Bruttoinvestitionen

¹ Vgl. Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (2001b), S. 63, 86; Eurostat (Hrsg.) (2001), S. 23. In der Berechnung wurden die aktuellsten verfügbaren Werte berücksichtigt (BIP von 1999, Bruttoinvestitionen von 2000). Es wurde ferner ein einheitlicher Umrechnungskurs von 1 € = 0,90 US \$ zugrunde gelegt.

² Stellvertretend für viele vgl. Breuer, R.-E. (1997), S. 324 ff.

gemessen am BIP von 1995 bis 2000 mehr als verzwölffacht, wodurch sich der Abstand zu vielen ehemals weiterentwickelten PE-Märkten verringert hat.¹

Dennoch kann als Fazit des Ländervergleichs festgestellt werden, dass für den deutschen PE-Markt **grundsätzlich noch großes Potenzial** besteht. Unterstellt man für Deutschland eine Angleichung an US-amerikanische Finanzierungsverhältnisse, so würde das deutsche Fondsvolumen heute (Basis 2000) knapp 60 Mrd. € und die Bruttoinvestitionen knapp 15 Mrd. € betragen. Eine aus dem Herbst 2000 stammende Marktprognose der Unternehmensberatung Mackewicz & Partner geht davon aus, dass die Bruttoinvestitionen im deutschen PE-Markt bis 2005 auf 17 bis 28 Mrd. € ansteigen werden.² Fraglich ist jedoch, ob im Rahmen dieser offensiven Prognose bereits die derzeitige Konsolidierung berücksichtigt ist.

II. Struktur des deutschen Private-Equity-Marktes

1. Mittelherkunft

a) Kapitalgeber

Die in Deutschland nach wie vor **dominierende Kapitalgebergruppe** sind auch im Jahr 2000 die **Kreditinstitute**. Von den insgesamt rund 5,8 Mrd. € neuen Fondsmitteln (nur BVK-Mitglieder) haben die Kreditinstitute zusammen rund 1,7 Mrd. € und damit einen Anteil von 29 % aufgebracht (vgl. Abbildung 41). Wie dargestellt wurde liegt die Dominanz der Kreditinstitute in der deutschen Finanzierungskultur und der historischen Entwicklung des PE-Marktes begründet. Es ist jedoch festzustellen, dass sich der Anteil der Kreditinstitute am bereitgestellten Kapital mit der fortschreitenden Entwicklung des PE-Marktes **stetig verringert**. 1991 vereinten die Kreditinstitute noch einen Anteil von 67 % des Fondsvolumens auf sich, fünf Jahre später waren es noch 58 %.³

An zweiter Stelle der Kapitalgeber folgen die **Versicherungen** mit einem Anteil von 17 % an den „New Funds raised“, was einem Volumen von 2,4 Mrd. € entspricht. Der Anstieg von 139,3 % gegenüber dem Vorjahr ist auf die ausgebauten Aktivitäten einiger Versicherungsgesellschaften im Beteiligungskapitalmarkt zurückzuführen.⁴

¹ Vgl. Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (1996), S. 107; Eurostat (Hrsg.) (2001), S. 23. Zur Veränderung der relativen Rangfolge vgl. Geigenberger, I. (1999), S. 17 (Vergleichsjahr 1997).

² Vgl. Mackewicz & Partner (Hrsg.) (2000), S. 13.

³ Vgl. Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (1992), S. 121. und derselbe (1997), S. 68.

⁴ Vgl. derselbe (2001b), S. 53.

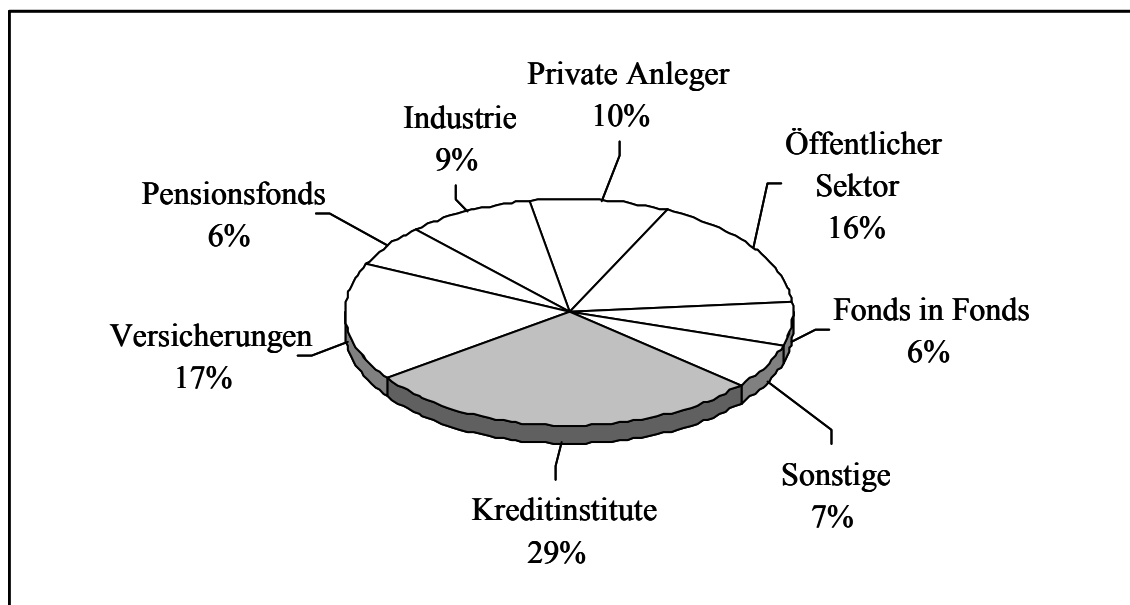


Abbildung 41: New Funds raised im Jahr 2000 – Fondsmittel nach Kapitalgebern (BVK-Mitglieder)

Der **öffentliche Sektor** stellt ebenfalls eine bedeutende Finanzierungsquelle für den PE-Markt dar. Knapp 1 Mrd. € (16,4 % der neue Fondsmittel) wurden von mittelständischen Beteiligungsgesellschaften, öffentlichen Beteiligungsgesellschaften sowie im Rahmen von öffentlichen Co-Investmentprogrammen im Jahr 2000 bereitgestellt. Das steigende Interesse von **Privatanlegern** für die Asset-Klasse PE spiegelt sich in ihrem wachsenden Anteil an den neuen Fondsmitteln wider. Im Fünfjahresvergleich hat sich der Anteil an der Mittelaufbringung mehr als verdoppelt (1996: 4,31 %).¹ Eine besonders volatile Entwicklung ist für die **Pensionsfonds** zu konstatieren. 1999 waren zahlreiche große internationale PE-Fonds eingeworben worden, die insgesamt einen Anteil von 24,5 % an den neuen Fondsmitteln ausmachten.² Im Jahr 2000 ist der Anteil hingegen deutlich auf nur noch 6 % zurückgegangen. Der Anteil der **Industrie** als Kapitalgeber (Corporate Venture Capital) beläuft sich auf 9,1 %, was in etwa dem Vorjahreswert entspricht.

Betrachtet man die regionale Herkunft der New Funds raised im Vergleich zum Vorjahr, so sind insbesondere die Auswirkungen der Veränderungen im Bereich der Pensionsfonds festzustellen. Während 1999 nur 53 % der neuen Fonds aus Deutschland stammten, erhöhte sich der Anteil im Folgejahr durch das defensivere Agieren der internationalen Pensionsfonds auf 79 %.

¹ Vgl. Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (1997), S. 73.

² Vgl. derselbe (2001b), S. 53.

b) Private-Equity-Gesellschaften

Die BVK-Statistik weist inklusive der 14 Gesellschaften, die zum 01.01.2001 in den Verband aufgenommen wurden, **182 PEG** als BVK-Mitglieder aus. Der Gesamtmarkt umfasst neben den BVK-Mitgliedern weitere 47 Gesellschaften.¹

Die 168 in der 2000er BVK-Statistik berücksichtigten PEG beschäftigten zum Jahresende insgesamt 1.920 Mitarbeiter. Dies stellt eine deutliche Steigerung gegenüber dem Vorjahr (1.245 Mitarbeiter) dar. **1.273 Mitarbeiter sind als „Professionals“** zu qualifizieren, d. h., dass sie unmittelbar in den PE-Wertschöpfungsprozess involviert sind. Tabelle 14 gibt einen Überblick über verschiedene Strukturkennzahlen.

Kennzahl \ Bezugsgröße	pro PEG	pro Professional	Insgesamt
Gesamtportfolio in Mio. €	63,7	8,4	10.701
Anzahl PU (Gesamtportfolio)	32,7	4,3	5.486
Bruttoinvestitionen in Mio. €	26,5	3,5	4.451
Anzahl PU (Bruttoinvestitionen)	13,0	1,7	2.181
Exit-Volumen in Mio. €	7,5	1,0	1.262
Anzahl PU (Exit)	5,2	0,7	870
Beteiligungsanfragen	440,5	58,1	74.000

Tabelle 14: Kennzahlen zu den Private-Equity-Gesellschaften (BVK-Mitglieder)

Auf Basis der BVK-Statistik besitzt eine PEG **durchschnittlich ein Portfolio von 63,7 Mio €**, welches von durchschnittlich 7,6 Professionals betreut wird. Pro Professional entspricht dies einem betreuten Portfolio von 8,4 Mio. € verteilt auf 4,3 PU. Die durchschnittlichen Bruttoinvestitionen pro Professional im Jahr 2000 belaufen sich auf 3,5 Mio. € verteilt auf 1,7 PU. Daneben hat ein Professional im Jahr 2000 durchschnittlich 0,7 PU beim Exit begleitet sowie 58,1 Beteiligungsanfragen bearbeitet.

Die BVK-Statistiken werden nicht weiter nach den verschiedenen Arten der PEG differenziert. Es ist daher nicht möglich, detaillierte Strukturangaben zu den Aktivitäten regionaler Kreditinstitute im deutschen PE-Markt zu ermitteln.² Nachfolgend wird ein

¹ Um Doppelzählungen auf europäischer Ebene auszuschließen, sind international agierende Gruppen, die ihrer Muttergesellschaft im jeweiligen Heimatland berichten, nicht in der Statistik berücksichtigt (vgl. Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (2001b), S. 52).

² Die Bedeutung und der Entwicklungsstand von PE als Geschäftsfeld regionaler Kreditinstitute werden im dritten Teil Kapitel A. im Rahmen einer empirischen Erhebung analysiert.

Überblick auf Basis des Mitgliederverzeichnisses des BVK sowie diverser anderer Quellen gegeben, ohne jedoch einen Anspruch auf Vollständigkeit zu erheben.¹

Eine Facette des Engagements regionaler Kreditinstitute im PE-Markt bilden die **Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften**, die in jedem Bundesland existieren.² An diesen förderorientierten PEG haben sich neben anderen regelmäßig auch Sparkassen, Kreditgenossenschaften und Privatbanken aus der jeweiligen Region beteiligt. Trotz der in der Summe nicht unbedeutenden Geschäftsvolumina der MBG werden die eher partikularen Aktivitäten der regionalen Kreditinstitute hier nicht weiter ausgeführt.

Im Kreditgenossenschaftssektor wird das PE-Geschäft nahezu vollständig durch die jeweiligen Zentralbanken abgedeckt. Neben den insgesamt vier Tochtergesellschaften der WGZ und der DZ Bank **existiert keine PEG, die ausschließlich dem Kreditgenossenschaftssektor zuzurechnen ist**. Zusammen betreuen die vier PEG ein Beteiligungsvolumen von etwa 200 Mio. € verteilt auf ca. 75 PU, was – gemessen am Beteiligungsvolumen – einem Marktanteil von knapp 1,9 % entspricht.³ Die Primärinstitute sind bisher, soweit sie überhaupt ohne die Zentralbank im PE-Markt aktiv sind, nur in Form sektorübergreifender Kooperationen tätig.

Das Engagement der **regionalen Privatbanken** (i. S. der Arbeitsdefinition) im PE-Markt ist ebenfalls überschaubar. Neben den Aktivitäten als Mitgesellschafter (MBG u. andere PEG) sind gemäß BVK-Verzeichnis **nur fünf PEG zu identifizieren**, die von den regionalen Privatbanken eigenständig betrieben werden. Die hiervon mit Abstand größte PEG ist die Sal. Oppenheim jr. & Cie. KGaA, die ein Beteiligungsvolumen von 94 Mio. € sowie 25 PU ausweist.⁴

Anders stellt es sich dagegen im **Sparkassensektor** dar. Von den BVK-Mitgliedern sind **26 PEG** reine Sparkassentöchter bzw. maßgeblich durch Sparkassen als Gesellschafter getragen. Landesbanken und Sparkassen sind Hauptgesellschafter in weiteren neun Beteiligungsgesellschaften.⁵ Rechnet man die 14 PEG mit öffentlichem Förderauftrag hinzu, an denen die Sparkassen beteiligt sind, so ist der Sparkassensektor in der Summe an einem Viertel der PEG als Haupt- oder Mitgesellschafter beteiligt.⁶ Von den 26 reinen Sparkassentöchtern werden 11 Gesellschaften jeweils von nur einer Sparkasse

¹ Vgl. Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (2001a).

² Siehe A. I. 2. b.

³ Vgl. Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (2001a).

⁴ Vgl. ebenda.

⁵ Vgl. Nolte, B./Stummer, F. (2001), S. 212.

⁶ Vgl. ebenda.

als Gesellschafter getragen.¹ Insgesamt sind an den reinen Sparkassen-PEG der Primärebene 80 Sparkassen als Gesellschafter beteiligt. Die größte Sparkassen-PEG ist die S-UBG Aktiengesellschaft Unternehmensbeteiligungsgesellschaft für die Regionen Aachen, Krefeld und Mönchengladbach, eine Kooperation von sieben Sparkassen, die ein Portfolio von knapp 40 Mio. € verteilt auf 30 PU hält.² Das Gesamtportfolio der Sparkassengesellschaft umfasst rund 350 PU.³

c) Private-Equity-Fonds

Abbildung 42 gibt Auskunft darüber, wie sich der PE-Markt hinsichtlich der Trägerschaft der PE-Fonds aufteilt.⁴

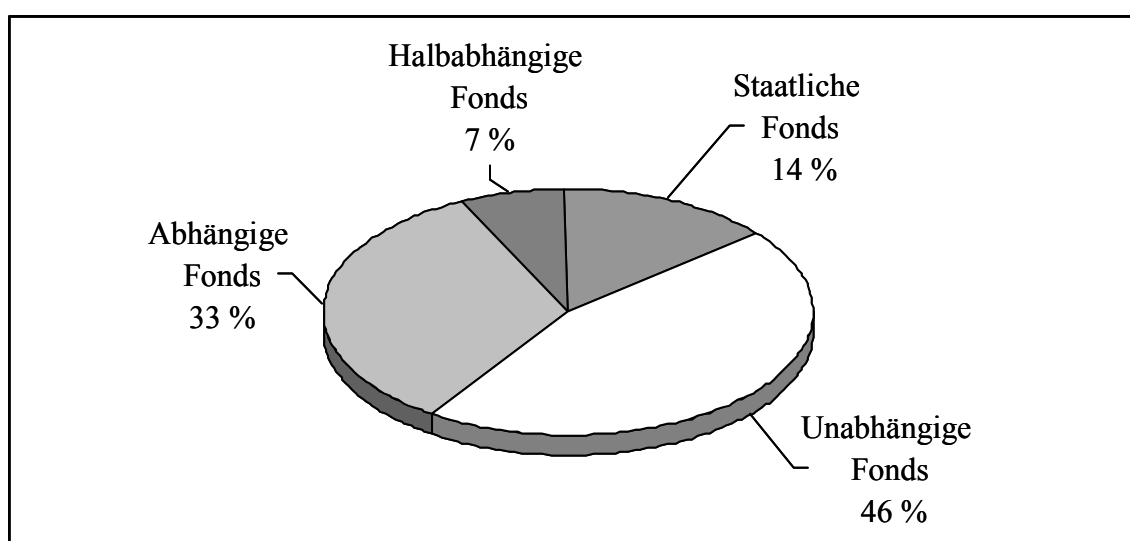


Abbildung 42: Trägerschaft der Private-Equity-Fonds im Jahr 2000 gemessen an den Bruttoinvestitionen (BVK-Mitglieder)

Im Zuge des expansiven Marktwachstums sind **unabhängige Fonds (Independents) mit einem 46%-Anteil** mittlerweile die dominierende Trägerschaftsform, was einer Angleichung an internationale Verhältnisse entspricht. Abhängige Fonds (Captives), zu denen insbesondere Tochtergesellschaften von Kreditinstituten und Versicherungen zählen, besitzen nur noch einen Anteil von 33 % an den Bruttoinvestitionen. Den geringsten Anteil (7 %) vereinen die halbabhängigen Fonds (Semi-Captives) auf sich. Der Anteil der Fonds unter staatlicher Trägerschaft verhält sich mit 14 % weitgehend proportional zum Anteil des öffentlichen Sektors am Kapitalaufkommen.

¹ Vgl. Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (2001a).

² In der gleichen Kooperation wurde ein Fonds, der auf VC i. e. S. spezialisiert ist, gegründet, der mit 18,3 Mio. € sowie 18 PU ebenfalls eine für den Sparkassensektor überdurchschnittliche Größe besitzt.

³ Vgl. Nolte, B./Stummer, F. (2001), S. 212.

⁴ Alternativ zum Fondsvolumen wurde die Marktaufteilung anhand der Bruttoinvestitionen berechnet, da die BVK-Statistik eine entsprechende Differenzierung nur für diese Kenngröße ausweist.

Wie im Kapitel A. III. 2. dargestellt wurde, können die PE-Fonds weiter danach differenziert werden, ob sie hinsichtlich der Höhe ihres Volumens im Zeitablauf offen sind oder ob es sich um geschlossene Fonds handelt und danach, ob sie befristet oder unbefristet sind. Die BVK-Statistik vereinfacht die Differenzierung in geschlossene (zeitlich befristete) Fonds und Evergreen-Fonds, die zeitlich unbefristet und hinsichtlich des Volumens variabel sind. Tabelle 15 gibt Auskunft darüber, wie sich die Quellen des Fondszuwachses in Deutschland im Jahr 2000 zusammensetzen.

Fondsart \ Fondszuwachs	Volumen Mio. €	Anteil in %
Geschlossene Fonds	3.352	58,4 %
Evergreen-Fonds	2.368	41,3 %
Re-Investition	20	0,3 %
Summe	5.739	100,0 %

Tabelle 15: Fondszuwachs im Jahr 2000 differenziert nach Fondsarten (BVK-Mitglieder)

Die vom Grundsatz eher mit den unabhängigen PEG korrespondierenden **geschlossenen Fonds sind mit 58,3 % die größte Zuwachsquelle**. Evergreen-Fonds vereinen einen Anteil von 41,3 % auf sich, was in etwa den Marktanteilen von Captives und Semi-Captives entspricht. Einen untergeordneten Stellenwert als Zuwachsquelle besitzen die Re-Investitionen.

Als Fazit der Analyse der Mittelherkunft ist festzustellen, dass der **Stellenwert der Kreditinstitute** als Kapitalgeber und als Gesellschafter der PEG **stark rückläufig** ist. Bei einer Fortsetzung dieses signifikanten Entwicklungstrends sind die Kreditinstitute im deutschen PE-Markt bereits mittelfristig nicht mehr die bedeutendste Kapitalgebergruppe.¹

2. Mittelverwendung

a) Branchen und Finanzierungsphasen

Mit Beginn der neunziger Jahre gingen die PEG mehrheitlich dazu über, ihr Portfolio sowohl nach Finanzierungsphasen als auch nach Branchen zu diversifizieren (balanced portfolio).² Für die deutschen PEG bedeutete dies, dass sich der Investitionsfokus zunehmend von der Expansionsfinanzierung der Old Economy hin zur Frühphasenfinan-

¹ Vgl. 1. Teil: A. II. 2.

² Vgl. Hertz-Eichenrode, A. (2001), S. 12.

zierung der New Economy bewegte. Die dominierende Triebfeder dieser Entwicklung war – wie gezeigt wurde – die haussierende Entwicklung der amerikanischen Technologiebranchen. Infolge dieses Trends erreichten die **Technologieinvestitionen** (Computer-related, Kommunikationstechnologie, Biotechnologie und Medizin) im Jahr 2000 in Deutschland einen **Anteil an den gesamten Bruttoinvestitionen (4,5 Mrd. €) von über 50 %** (vgl. Abbildung 43).

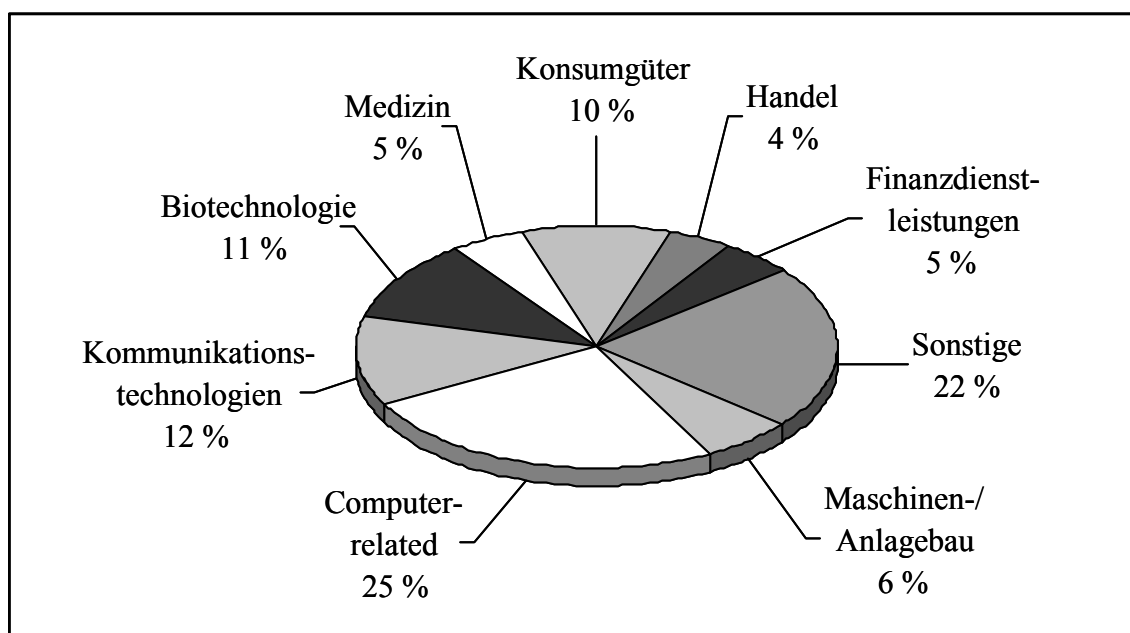


Abbildung 43: Bruttoinvestitionen nach Branchen im Jahr 2000 (BVK-Mitglieder)

Einen Überblick über die Aufteilung der Bruttoinvestitionen nach Finanzierungsphasen gibt Abbildung 44. Obgleich sich die Expansionsfinanzierungen in den vergangenen zehn Jahren absolut knapp verfünffacht haben, hat sich ihr relativer Anteil nahezu halbiert. Die **progressivste Entwicklung zeigt sich im Early-Stage-Segment** (Seed- und Start-up-Finanzierung), dessen Anteil von knapp 6 % im Jahr 1991 auf 36 % im Jahr 2000 angewachsen ist.¹ Wurden in diesem Marktsegment noch 1991 30 Mio. € in 127 Unternehmen investiert, so waren es im Jahr 2000 dagegen bereits 1,6 Mrd. €, die sich auf 1.014 Unternehmen aufteilen. Die Volumina im Early-Stage-Bereich sind damit um das 54fache angestiegen.

¹ Im Jahr 2001 (I. bis III. Quartal) hat sich der Anteil der Early-Stage-Finanzierungen gemessen am Investitionsvolumen auf 31,1 % verringert.

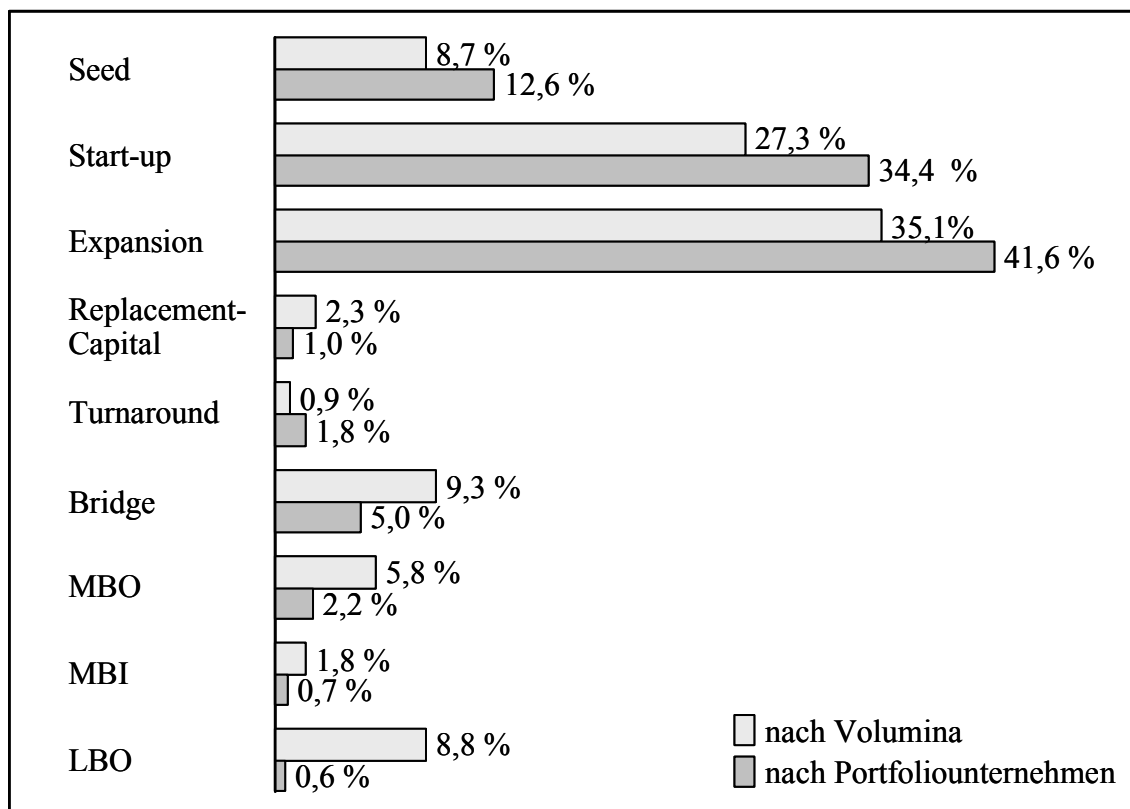


Abbildung 44: Bruttoinvestitionen nach Finanzierungsphasen im Jahr 2000
(BVK-Mitglieder)

Entgegen den Erwartungen in den frühen Neunzigern hat sich der **Anteil der Buyouts nicht überproportional entwickeln können**, sondern hat sich nach Schwankungen um einen Marktanteil von 20 % in den letzten Jahren eher noch reduziert.¹ Bei den verschiedenen Buyout-Varianten (insbesondere LBO) als auch bei der Bridge-Finanzierung ist festzustellen, dass das Beteiligungsvolumen pro PU deutlich über dem Durchschnitt liegt.

b) Größenklassen

Bei einer Differenzierung der Entwicklung des deutschen PE-Marktes nach der Anzahl der PU und den durchschnittlichen Beteiligungsvolumina fällt auf, dass als Ursache für das rasante Marktwachstum die Entwicklungen beider Größen angeführt werden können (vgl. Abbildung 45). Die **Anzahl der PU** nahm von 1988 bis 2000 um 3.950 PU zu, was einer Steigerung von 257 % entspricht. In dem gleichen Zeitraum stieg das **durchschnittliche Volumen** pro PU um 197 %. Lediglich in der Markt-Konsolidierungsphase von 1992 bis 1996 blieb das durchschnittliche Beteiligungsvolumen nahezu konstant.

¹ Absolut gesehen haben die Volumina bei Buyouts jedoch um das Elffache zugelegt (vgl. Hertz-Eichenrode, A. (2001), S. 13).

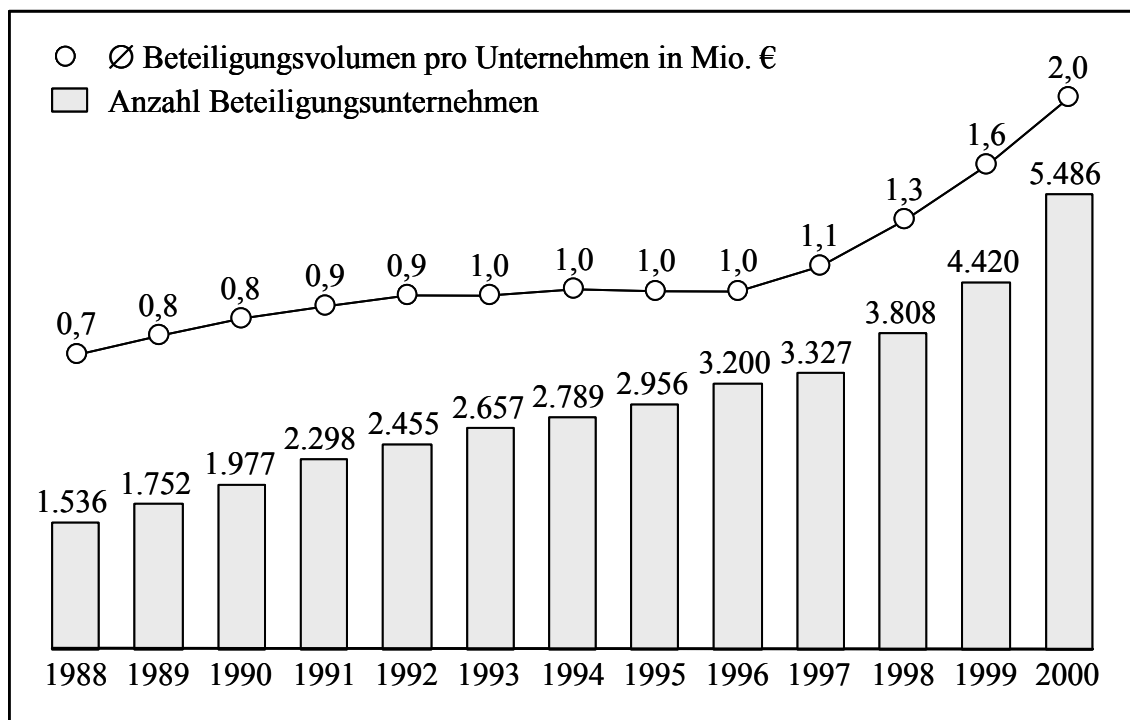


Abbildung 45: Anzahl Portfoliounternehmen und durchschnittliches Beteiligungsvolumen pro Portfoliounternehmen (BVK-Mitglieder)

Eine Voraussetzung für den rasanten Anstieg in den vergangenen vier Jahren war ein intensives **Co-Venturing** zwischen den PEG. Die Syndizierungsquote der Bruttoinvestitionen belief sich im Jahr 2000 auf knapp 40 %. Die Aufteilung eines Beteiligungsengagements auf zwei oder mehrere PEG macht es in vielen Fällen erst möglich, ein Investment unter Risiko- und Volumengesichtspunkten im Rahmen der Anlagegrundsätze darzustellen.

Die Analyse der Größenklassen auf der Ebene der PU verdeutlicht, dass der PE-Markt in Deutschland eine vorwiegend mittelständische Ausrichtung besitzt. Knapp **98 % aller PE-finanzierten PU** sind nach dem Kriterium „Beschäftigtenanzahl“ als **mittelständig resp. als KMU** zu klassifizieren (Abbildung 46). Gemessen am Beteiligungsvolumen entspricht dies einem Anteil von über 75 %. Dem stehen im Jahr 2000 lediglich 36 Deals im Segment der Großunternehmen gegenüber. Das durchschnittliche Beteiligungsvolumen liegt im Segment der KMU bei 1,2 Mio. € und bei den Großunternehmen bei 16,0 Mio. €.

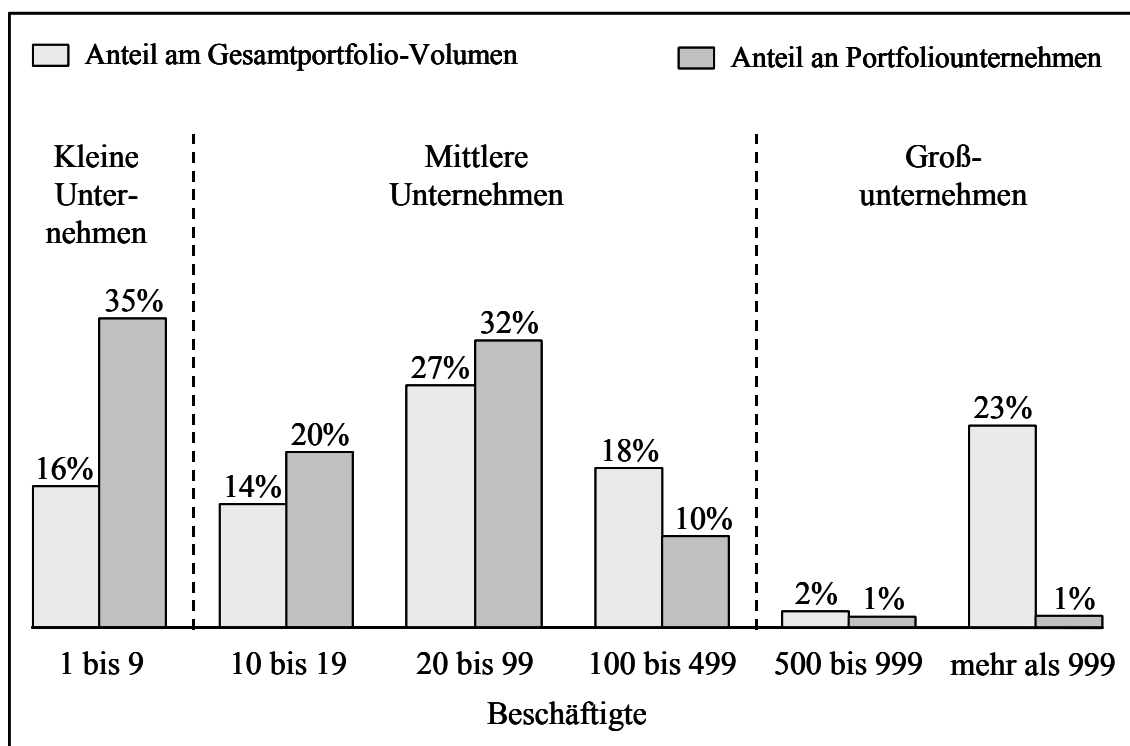


Abbildung 46: Größe der Portfoliounternehmen (BVK-Mitglieder)¹

c) Private-Equity-Instrumente

Der Großteil der Bruttoinvestitionen im Jahr 2000 wurde in Form von **echtem Eigenkapital** investiert (vgl. Tabelle 16). Dabei ist der Anteil von 65,9 % im Vergleich zum Vorjahr (50,5 %) deutlich höher. Dies lässt sich maßgeblich auf die gestiegene Bedeutung des Exit-Kanals „Going Public“ zurückführen.²

Der Anteil der mit echtem Eigenkapital finanzierten PU liegt mit 48,7 % deutlich niedriger als der Volumenanteil. Dies lässt den Schluss zu, dass echtes Eigenkapital insbesondere bei überdurchschnittlich großen Beteiligungsvolumina zum Einsatz gelangt. Der Zusammenhang zum Exit-Kanal „Going Public“ wird hierdurch nochmals hervorgehoben.

Die verschiedenen Formen des Mezzanine Capital vereinten im Jahr 2000 knapp ein Drittel des Finanzierungsvolumens auf sich. Trotz des Rückgangs gegenüber dem Vor-

¹ Der prozentualen Aufteilung liegen die Angaben von 113 BVK-Mitgliedern zugrunde (vgl. Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (2001b), S. 68).

² Vgl. Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (2001b), S. 56.

jahr (44,5 %) sehen viele Experten – gerade vor dem Hintergrund der Veränderungen im Zuge von Basels II – **großes Wachstumspotenzial für Mezzanine Money**.¹

Finanzierungs- instrument	Volumen		Portfoliounternehmen	
	in Mio. €	in %	absolut	in %
Eigenkapital	2.932	65,9 %	1.384	48,7 %
Mezzanine Capital	1.431	32,2 %	1.385	48,7 %
Sonstiges	35	0,8 %	10	0,4 %
Summe	4.398	98,8 %	2.779	97,8 %
ohne Angabe	53	1,2 %	63	2,2 %
Gesamtsumme	4.451	100,0 %	2.842	100,0 %

Tabelle 16: Bruttoinvestitionen nach Finanzierungsinstrumenten (BVK-Mitglieder)

Der Einsatz der PE-Finanzierungsinstrumente hat eine **nachhaltige Auswirkung auf die Eigenkapitalbasis der PU**. Wie eine Studie von PricewaterhouseCoopers aus dem Jahre 2000 zeigt, besitzen PE-finanzierte Unternehmen im Vergleich zur Grundgesamtheit aller in der Bilanz- und Erfolgsrechnung der Deutschen Bundesbank erfassten Unternehmen eine signifikant höhere Eigenkapitalquote (im Durchschnitt 29,7 % gegenüber 18,9 %).² Die eingangs der geschäftspolitischen Analyse aufgeworfene Frage, ob PE vor dem Hintergrund von Basel II einen Beitrag dazu leisten kann, die wirtschaftlichen Verhältnisse der PU zu verbessern, ist somit positiv zu beurteilen.

d) Geografische Verteilung

Das PE-Gesamtportfolio der BVK-Mitglieder ist zu 85 % in Deutschland investiert und damit ein **überwiegend nationales** Geschäft (vgl. Abbildung 47).

Innerhalb Deutschlands zeigt sich ein sehr heterogenes Bild. Nach wie vor dominieren die Bundesländer **Nordrhein-Westfalen** und **Bayern** das deutsche PE-Geschehen. Dies steht im direkten Zusammenhang mit der Größe und Wirtschaftskraft der beiden Bundesländer, ist jedoch auch als Indiz für unterschiedliche Rahmenbedingungen zu interpretieren.³ Einen hinsichtlich der Größe des Bundeslandes überproportionalen und in

¹ Vgl. o. V. (2001d), S. 12 f.; Golland, F. (2000), S. 34 ff.; Heitzer, B./Scholten, P. (2001), S. B 6; Lohl, H./Zickenrott, W. (2001), S. 31-34.

² Vgl. Weber, T. (2001), S. 19 ff.

³ Ein von der Struktur ähnliches Bild zeigt sich in den USA, wo sich der PE-Markt im Wesentlichen auf zwei Regionen konzentriert: die Bay Area von San Francisco (Silicon Valley) sowie Boston an der Ostküste der USA. Die dortige Konzentration des PE-Geschehens kann eindeutig auf die begünstigenden Rahmenbedingungen wie Universitäten und Forschungseinrichtungen zurückgeführt werden (vgl. Weitnauer, W. (Hrsg.) (2001), S. 18).

der Vergangenheit stark angestiegenen Anteil am Gesamtportfolio besitzt Berlin (6,4 %). Hier ist eine Sonderkonjunktur im Sinne eines Hauptstadt-Booms zu vermuten. Unterrepräsentiert im Gesamtportfolio sind dagegen die neuen Bundesländer. Für die weitere Untersuchung bleibt festzuhalten, dass die **Ausgangsvoraussetzungen für das PE-Geschäft regional sehr unterschiedlich** sind.

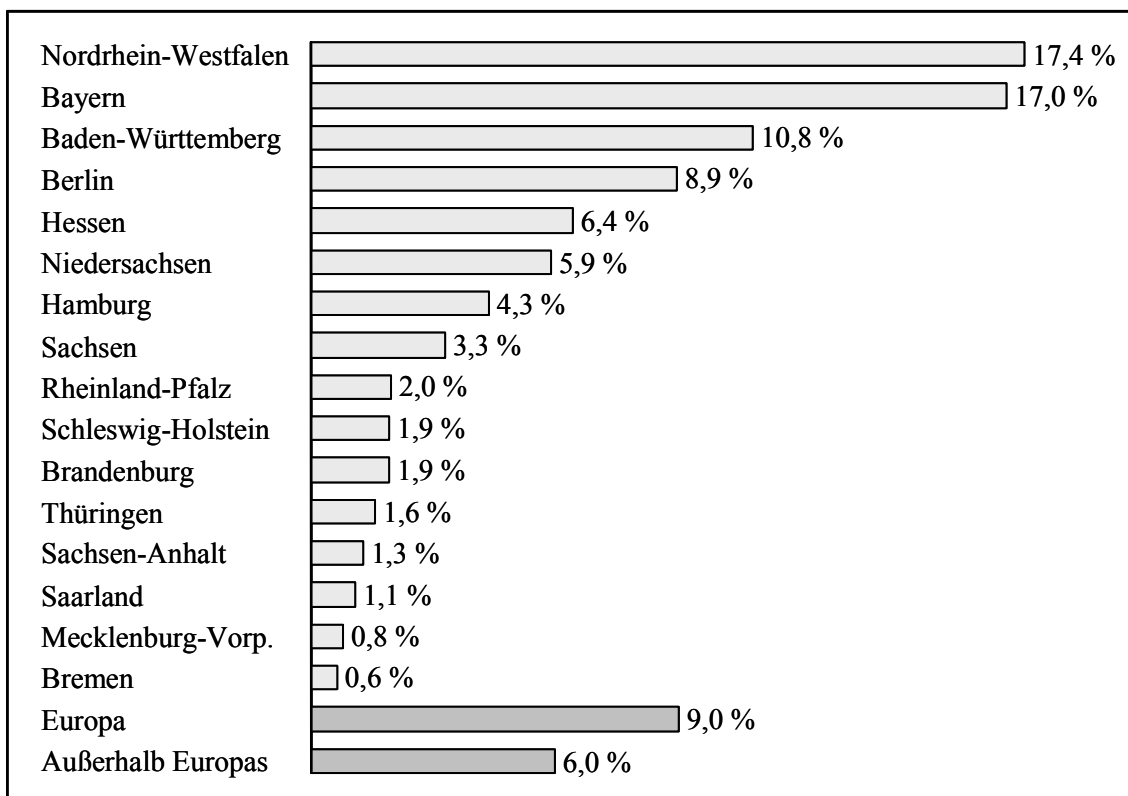


Abbildung 47: Geografische Verteilung des Gesamtportfolios im Jahr 2000 (BVK-Mitglieder)

3. Mittelfreisetzung

Abbildung 49 gibt einen Überblick, wie sich die Exit-Kanäle in Deutschland im Jahr 2000 sowie in den ersten drei Quartalen von 2001 gemessen am Exit-Volumen aufteilen. Der Vergleich der beiden Jahre spiegelt deutlich den Übergang **von der Boom-Phase zur Konsolidierung** wider.

Trotz der Euphorie über die Etablierung des Neuen Marktes war auch in der Boom-Phase 2000 **traditionell der Trades Sales der bedeutendste Exit-Kanal** (Anteil in 2000: 39,0 %). Die Bedeutung des Exit-Kanals „Going Public“ (Anteil in 2000: 12,4 %) darf dennoch nicht unterschätzt werden. Das Bewertungsniveau des Trades Sales wird

im erheblichen Maße durch die im Rahmen von Going Publics realisierbaren Emissionspreise determiniert.¹

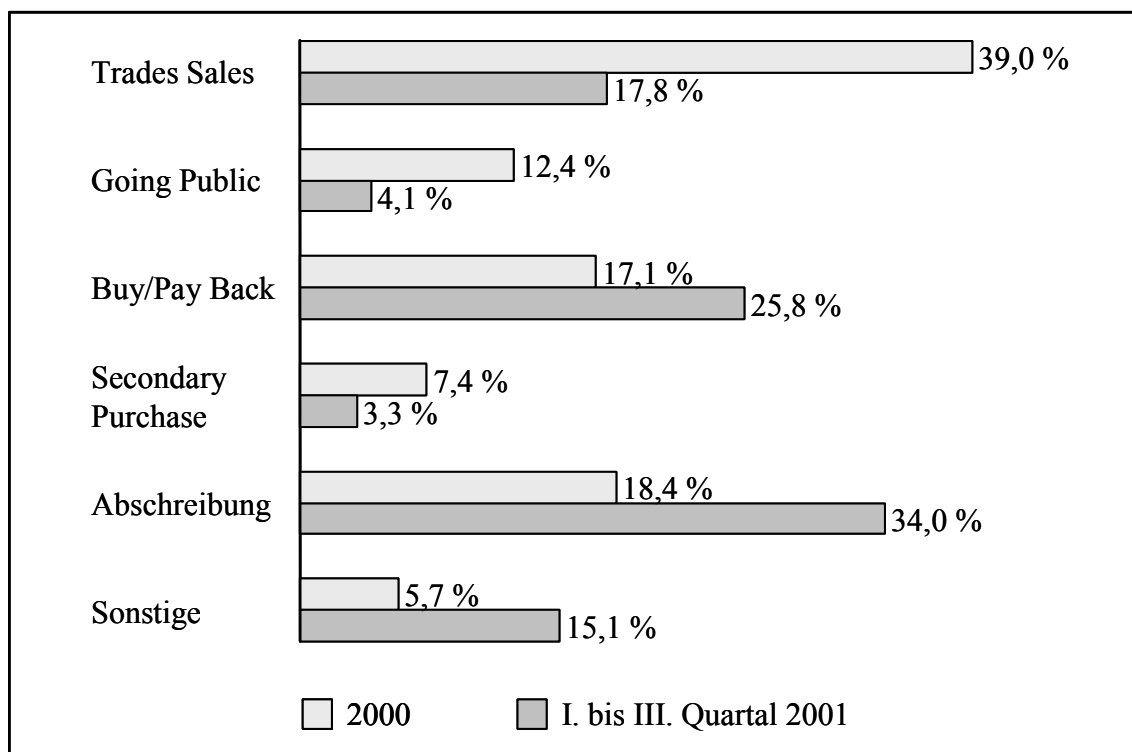


Abbildung 48: Volumenanteile der Exit-Kanäle in 2000 und 2001 (BVK-Mitglieder)²

Im Jahr 2001 hat sich das Exit-Gefüge deutlich verändert. Zunächst ist festzustellen, dass die **Abschreibungen dramatisch zugenommen** haben (Anteil I. bis III. Quartal 2001: 34 %). Es ist zu vermuten, dass der tatsächliche Anteil der Abschreibungen noch höher liegt, da viele Wertberichtigungen erst gegen Jahresende erfolgen.³

Im Zuge der Konsolidierung verringern sich sowohl die **Bewertungsniveaus** als auch die **Anzahl der realisierbaren Exits**. Ein Blick auf die Anzahl der IPO in den vergangenen zehn Jahren verdeutlicht diese Entwicklung. Während in Deutschland in den Jahren 1999 und 2000 noch 177 bzw. 160 Börsengänge zu verzeichnen waren, sind es in 2001 lediglich noch 22 (vgl. Abbildung 49).⁴ Bei ausschließlicher Betrachtung der „PE-

¹ Vgl. Bader, H. (1996), S. 268-271; Bygrave, W. D./Hay, M./Peeters, J. B. (2000), S. 358.

² Quelle: Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (2001b), S. 68; Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (2001c), diese Daten können im Internet abgefragt werden unter der URL: <http://www.bvk-ev.de/00/fakten.cfm>. Die Position „Going Public“ umfasst neben den IPO auch die Anteilsveräußerungen über den Kapitalmarkt nach einem bereits vorangegangenen IPO.

³ Zudem ist die nicht näher erläuterte Position „Sonstige“ mit 15,1 % auffällig hoch.

⁴ Für 2001 liegt diesbezüglich noch keine offizielle Statistik vor.

backed“ IPO, also der Börsengänge, die mit PE-finanziert wurden, zeigt sich bereits von 1999 (66 PE-backed IPO) bis 2000 (fünf PE-backed IPO) ein massiver Rückgang.

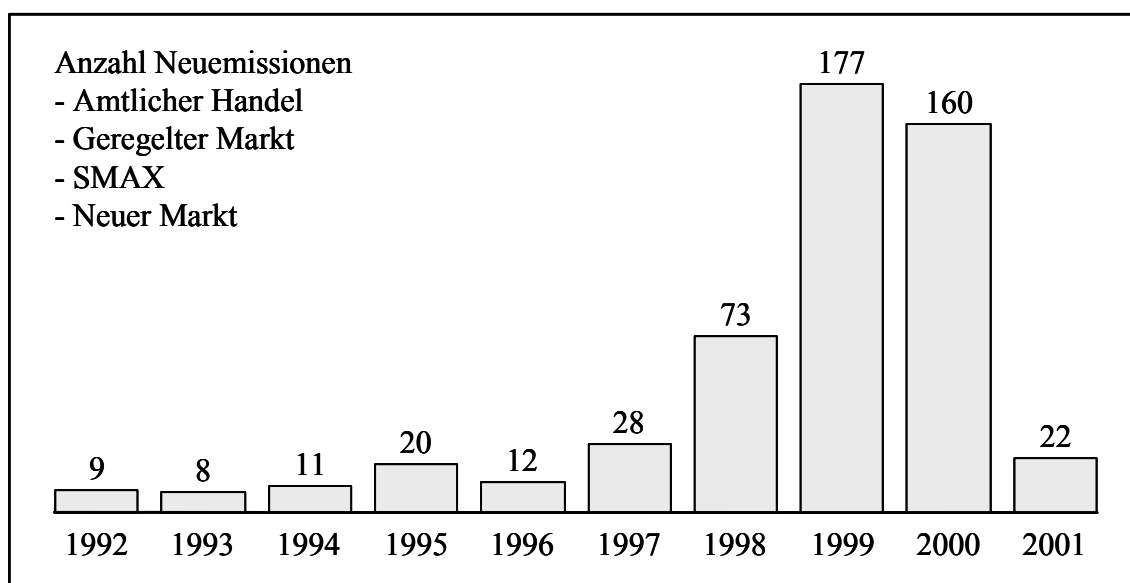


Abbildung 49: Börsengänge in Deutschland von 1992 bis 2001¹

An relativer **Bedeutung gewonnen** haben die Exit-Kanäle **Buy Back und Pay Back** (25,8 % Anteil im Zeitraum I. bis III. Quartal 2001 gegenüber 17,1 % in 2000). Letzterer umfasst primär die Rückzahlung mezzaniner Mittel wie Stille Beteiligungen und Gesellschafterdarlehen.

III. Rentabilität von Private-Equity-Investments

1. Internal Rate of Return als Rentabilitätskennzahl

Das gebräuchliche Renditemaß der PE-Branche ist die **interne Investitionsrendite** (IRR), auch als interner Zinsfuß bezeichnet.² US-amerikanische Branchenvergleichszahlen zur Beteiligungsrentabilität beruhen stets auf der IRR. Auch der europäische Dachverband European Private Equity & Venture Capital Association (evca) empfiehlt in einer Richtlinie zur Performancemessung die Verwendung der IRR als Rentabilitätsmaß, um eine international einheitliche und standardisierte Analyse der Beteiligungsrentabilität zu ermöglichen.³

¹ Vgl. Blättchen, W./Nespethal, U. (2002), S. 119.

² Vgl. Schierenbeck, H. (2000a), S. 346-354.

³ Vgl. Schober, A. (1995), S. 76 ff. Modelltheoretisch ist die IRR mit einer Reihe von Problemfeldern behaftet, die an späterer Stelle gesondert gewürdigt werden. Siehe hierzu ausführlich 3. Teil: C. I. 1.

Die evca-Richtlinie zur Performancemessung empfiehlt, die IRR für drei Ebenen zu berechnen und auszuweisen (vgl. Abbildung 50).¹

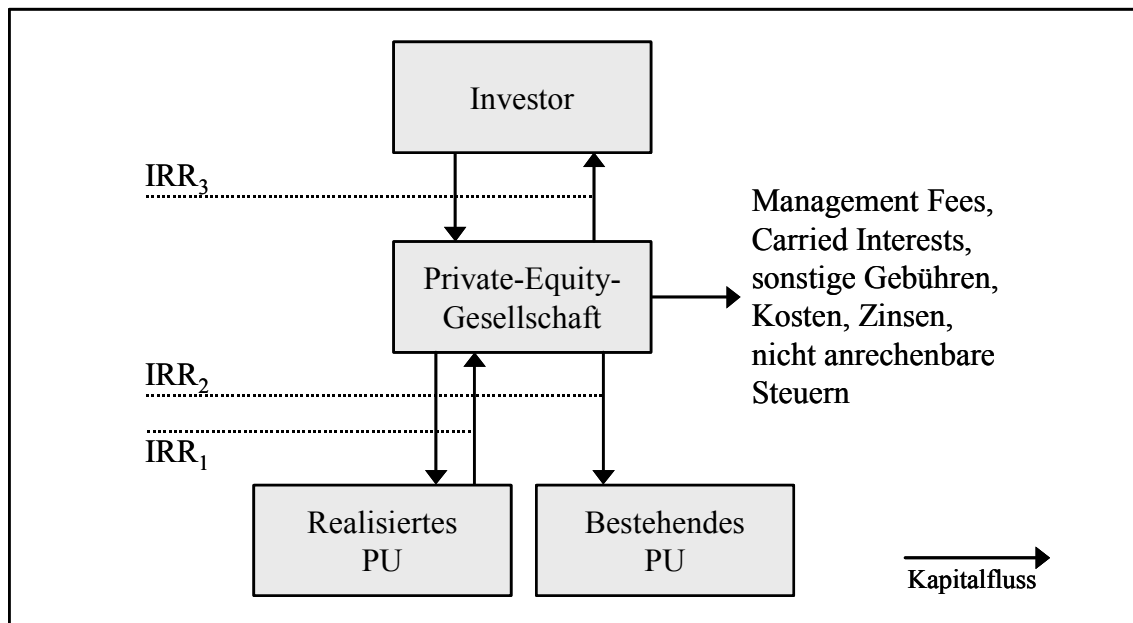


Abbildung 50: Ebenen der Internal Rate of Return²

Die drei IRR-Varianten lassen sich wie folgt charakterisieren:

- Die **IRR₁** gibt die **Bruttoendite auf realisierte Beteiligungen** (Gross Return on Realized Investments) an. Sie berücksichtigt die Ausgaben (Investitionen) und Einnahmen (Veräußerungserlöse, Beteiligungserträge, Zinsen und Tilgungen von Gesellschafterdarlehen usw.) zwischen der PEG und den realisierten Beteiligungen.
- Die **IRR₂** berücksichtigt darüber hinaus auch die noch **nicht realisierten Beteiligungen** (Gross Return on All Investments).³ Da dies eine Bewertung der noch nicht realisierten Beteiligungen voraussetzt, ist die IRR₂ mit großer Unsicherheit und vielfältigen Manipulationsmöglichkeiten behaftet.
- Die **IRR₃** misst schließlich die Rendite, die der **Fondsinvestor** auf das von ihm investierte Geld unter Berücksichtigung sämtlicher Kosten verdient (Net Return to the Funder/Cash-on-Cash-Rendite).⁴

¹ Vgl. Schober, A. (1995), S. 76 ff.

² In Anlehnung an Schefczyk, M. (2000), S. 135.

³ Etwaige Liquiditätsbestände und sonstige Aktiva gehen nicht in die Berechnung ein.

⁴ Neben den zu bewertenden nicht realisierten Beteiligungen gehen auch die Liquiditätsbestände und die sonstigen Aktiva in die Berechnung ein.

Im Vergleich zur IRR_2 sind der Cash-on-Cash-Rendite (IRR_3) noch größere Unsicherheit und Manipulationsspielräume immanent, da für weitere Eingangsgrößen Bewertungen bzw. Prognosen erforderlich sind. Eine Renditemessung, welche die Vergleichbarkeit zwischen einzelnen Beteiligungen und PEG gewährleisten soll, setzt zwingend **einheitliche Bewertungsansätze** voraus. Der evca-Richtlinie zur Performancemessung liegen daher die evca-Richtlinien zur Bewertung von Beteiligungsportfolios zugrunde. Neben einer engen Anlehnung an internationalen Rechnungslegungsvorschriften betonen die evca-Richtlinien in den einzelnen Empfehlungen insbesondere das Vorsichtsprinzip, welches in der Summe zu einer sehr konservativen Bewertung des Beteiligungserfolgs führt.¹

Um die veröffentlichten Kennzahlen zur Rentabilität von PE-Investments beurteilen zu können, ist stets zu hinterfragen, auf welche Ebene sich eine konkrete Rentabilitätsangabe bezieht. Zahlreiche Erfolgsmeldungen über exorbitante Beteiligungsrenditen lassen leicht den Eindruck entstehen, dass PE eine hoch rentable Asset-Klasse ist, bei der das inhärente Risiko überproportional kompensiert wird. Im Regelfall handelt es sich bei den publizierten Beispielen jedoch lediglich um Einzelfälle innerhalb eines Beteiligungsportfolios. Die mithin festzustellende **Mythenbildung um die Rentabilität** von PE basiert damit primär auf exponierten IRR_1 -Fällen und nicht auf Angaben zur durchschnittlichen Cash-on-Cash-Rendite. Ein Beispiel hierfür ist die Beteiligung der ersten (bekanntesten) PEG „ARD“ an der Digital Equipment Corp. Das im Jahre 1957 getätigte 70.000-US-\$-Investment war 12 Jahre später 555 Mio. US-\$ wert.² Trotz dieses spektakulären Erfolgs mit durchschnittlichen Jahresrenditen von deutlich über 100 Prozent lag die durchschnittliche Rentabilität der ARD in den 20 Jahren von 1946 bis 1966 bei nur 14 Prozent.³ Dies entspricht in etwa dem Durchschnitt der US-amerikanischen PE-Jahresrenditen, der historisch bei ungefähr 16 Prozent liegt.⁴

Hauptursache für die Diskrepanz zwischen den herausragenden Erfolgsmeldungen (IRR_1) und den im Vergleich dazu eher gering anmutenden PE-Durchschnittsrenditen (IRR_3) ist die breite **Streuung der Investmenterfolge**. Eine Faustregel der PE-Branche besagt, dass im Durchschnitt von zehn PU nur zwei die Erwartungen des Investors erfüllen können, während weitere zwei vollständig abgeschrieben werden.⁵ Die übrigen sechs PU bewegen sich auf einer Skala von „living dead“ („lebenden Toten“: bestehende, jedoch nie die Renditeerwartungen erfüllende Unternehmen) bis „walking wounded“

¹ Vgl. Schober, A. (1995), S. 82-85; Heim, D. (2001), S. 488.

² Vgl. Lerner, J. (1999), S. IX f.; Weitnauer, W. (Hrsg.) (2001), S. 16 f.

³ Vgl. Rotch, W. (1968), S. 141 ff.

⁴ Vgl. Bygrave, W. D./Hay, M./Peeters, J. B. (2000), S. 364.

⁵ Vgl. ebenda.

(„schreitende Verletzte“: Unternehmen, die nur durch Anschlussfinanzierung wirtschaftlich weiterbestehen können). Diese Faustregel der Erfolgsverteilung ist je nach Investmentfokus der PEG anzupassen. Unbeschadet dessen gilt dennoch, dass wenige Erfolgsbeteiligungen die Misserfolge der übrigen PU kompensieren müssen, um insgesamt eine ausreichende Rendite zu erzielen. Die daraus resultierenden Renditeforderungen, die sich regelmäßig in einem Bereich von 30 bis 50 Prozent und mehr (Frühphasenfinanzierung) bewegen, werden vielfach sehr kritisch beurteilt und erweisen sich insbesondere bei PEG mit Bankenhintergrund häufig als nur schwer durchsetzbar.¹

Ein weiterer Grund für eine geringere Rendite auf PEG-Ebene ist in dem **Investitionsgrad** der PEG zu sehen. Wie bereits die Betrachtung des deutschen Gesamtmarktes verdeutlichte, ist das Fondsvolumen wesentlich größer als das investierte Portfolio, was zu einer entsprechenden Relativierung der durchschnittlichen Rendite auf das Gesamtkapital führt.

2. Empirischer Befund

Im Gegensatz zum US-amerikanischen PE-Markt, für den zahlreiche Statistiken und Studien zur Investment-Rentabilität existieren, ist dergleichen für den deutschen Markt nur eingeschränkt verfügbar.² Die wenigen publizierten Statistiken sind durch kurze Beobachtungszeiträume und geringe Stichprobenumfänge gekennzeichnet. Sie sind darüber hinaus maßgeblich durch die jüngste Boom-Phase des PE-Marktes verzerrt, so dass nachfolgend auf eine Darstellung deutscher Marktstatistiken verzichtet wird.

Stattdessen wird die PE-Rentabilität auf **europäischer Ebene** betrachtet. Für diesen Markt wird seit dem Jahr 1996 eine fortlaufende (rückwirkende) Analyse erstellt, die aufgrund ihres Umfangs statistisch fundierte Aussagen über die Beteiligungsrenditen zulässt.³ Tabelle 17 gibt Auskunft über die pooled IRR als Cash-on-Cash-Rendite (IRR₃) der europäischen PEG.⁴ „Pooled“ bedeutet, dass die Cashflows der betrachteten PEG so aggregiert wurden, als ob es sich um den Cashflow einer einzelnen PEG handeln würde.

¹ Vgl. Feinendegen, St./Hommel, U./Wright, M. (2001), S. 574 f.; Zider, B. (1999), S. 39.

² Vgl. Feinendegen, St./Hommel, U./Wright, M. (2001), S. 571.

³ Die Studie wird im Auftrag der evca und der Europäischen Kommission von VentureEconomics und BannockConsulting erstellt. Bei der Interpretation der Statistik ist zu berücksichtigen, dass die Hälfte der Panel-Fonds ihren Anlageschwerpunkt in Großbritannien haben (vgl. Bygrave, W. D./Hay, M./Peeters, J. B. (2000), S. 373).

⁴ Die Abgrenzung der Finanzierungsphasen entspricht der Terminologie der evca. „Development“ ist das Pendant zu dem hier verwendeten Begriff Expansionsphase; „Balanced“ steht für PEG, die sowohl das „Early Stage“- als auch das „Development“-Segment bearbeiten. „Generalists“ sind PEG, die sämtliche Segmente abdecken (vgl. European Private Equity & Venture Capital Association (Hrsg.) (2001), S. 5 ff.).

Die **durchschnittliche PE-Rendite des aktuellen Portfolios liegt bei 14,2 %**. Bedeutend zur Performance beigetragen haben die Buyouts (19,2 %).¹ Demgegenüber haben die auf die Früh- und Expansionsphasen fokussierten PEG eine wesentlich geringere Rendite erwirtschaftet (11,8 % bzw. 11,5 %). In Tabelle 17 sind weiterhin angegeben die PE-Renditen für diverse, dem 31.12.2001 vorgelagerte Betrachtungszeiträume. Es wird deutlich, wie die Renditen durch die jüngste Boom-Phase positiv beeinflusst wurden.

Finanzier.phase \ pooled IRR	Aktuelles Portfolio ² (31.12.2000)	Betrachtungszeitraum bis zum 31.12.2000			
		1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
Early Stage	11,8 %	22,5 %	13,8 %	20,9 %	13,1 %
Development	11,5 %	29,2 %	20,1 %	19,4 %	12,0 %
Balanced	14,2 %	29,1 %	37,3 %	33,3 %	17,8 %
Buyouts	19,2 %	10,2 %	29,4 %	26,1 %	18,4 %
Generalists	10,9 %	1,3 %	12,4 %	17,6 %	12,2 %
PE insgesamt	14,2 %	10,8 %	23,7 %	23,8 %	15,5 %

Tabelle 17: Pooled Internal Rate of Return europäischer Private-Equity-Gesellschaften differenziert nach Finanzierungsphasen und Betrachtungszeiträumen³

Tabelle 18 vergleicht die Rendite der europäischen PEG mit alternativen Asset-Klassen. Um die Aussage dieses Quervergleichs zu erhöhen, wurde die Rendite sowohl für die Asset-Klasse PE als auch für die alternativen Benchmarks **cashflow-adjustiert berechnet**. Dabei wurde angenommen, dass die Mittelzu- und -abflüsse analog zum PE-Cashflow der Datenbasis investiert bzw. desinvestiert wurden.⁴

Im Vergleich zu den drei Referenzindices stellt sich PE in allen Betrachtungszeiträumen als die **rentabelste Asset-Klasse** heraus. Der deutlichste Vorsprung besteht gegenüber dem Renten-Index JP Morgan Bond. Von der Risikostruktur ähnlicher gelagert und damit als Benchmark besser geeignet sind die beiden Aktienindices HSBC Small Cap

¹ Kennzeichnend für dieses Segment sind relativ wenige, dafür aber großvolumige Transaktionen.

² Diese Kennzahl wird von der evca als „IRR since Inception“ bezeichnet. Bei ihrer Berechnung ist der Anfangszeitpunkt mit dem Einsetzen der Geschäftstätigkeit des Fonds fixiert, während der Endzeitpunkt variabel ist. Dadurch wird die jährliche IRR des Fonds (bzw. der Fonds-Gesamtheit der Datenbasis) seit Beginn bis zum momentanen Zeitpunkt wiedergegeben (vgl. Häupler, J. (2001), S. 92).

³ Vgl. European Private Equity & Venture Capital Association (Hrsg.) (2001), S. 5.

⁴ Vgl. ebenda, S. 7 f. Abweichungen in den PE-Renditen im Vergleich zu Tabelle 17 sind auf die Cashflow-Adjustierung zurückzuführen.

(KMU) und MSCI Equity. Bezogen auf den 10-Jahreszeitraum bleiben sie 3,2 bzw. 2,1 Prozentpunkte hinter der PE-Anlage zurück.

Asset-Klasse \ cashflowadjust. pooled IRR	Aktuelles Portfolio (31.12.2000)	Betrachtungszeitraum bis zum 31.12.2000			
		1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
MSCI Equity	13,7 %	-6,1 %	10,8 %	16,7 %	15,1 %
HSBC Small Cap	11,8 %	-12,3 %	15,3 %	18,5 %	14,0 %
JP Morgan Bond	4,0 %	1,5 %	0,3 %	3,1 %	4,5 %
Private Equity	15,6 %	21,3 %	29,8 %	26,5 %	17,2 %

Tabelle 18: Cashflowadjustierte pooled Internal Rate of Return differenziert nach Asset-Klassen und Betrachtungszeiträumen¹

Von einem grundsätzlichen Renditevorsprung von PE gegenüber Anlagen am organisierten Kapitalmarkt auszugehen, ist dennoch problematisch. So spiegelt sich der wirtschaftliche Umschwung der jüngsten Vergangenheit in der PE-Datenbasis noch nicht so deutlich wider, wie es an den organisierten Kapitalmärkten der Fall ist, so dass die ausgewiesenen PE-Renditen tendenziell zu hoch sind. Darüber hinaus geben die offiziellen Statistiken **keine Auskunft darüber**, ob die Renditen der Anlageform PE in einem **angemessenem Verhältnis zum inhärenten Risiko** stehen. Nicht zuletzt ist das Renditemaß IRR mit einer Reihe konzeptioneller Problembündel behaftet, die eine genauere Auseinandersetzung mit dem Berechnungsalgorithmus notwendig machen.²

¹ Vgl. European Private Equity & Venture Capital Association (Hrsg.) (2001), S. 7 f.

² Siehe hierzu ausführlich 3. Teil: C. I. 1.

Dritter Teil: Aufbau und Steuerung eines strategischen Geschäftsfeldes Private Equity

Gegenstand des ersten Teils der geschäftspolitischen Analyse war es, den Status quo und die Veränderungsdynamik im Firmenkundengeschäft regionaler Kreditinstitute herauszuarbeiten und mit PE einen möglichen Baustein zur Repositionierung in den Grundzügen vorzustellen. Der zweite Teil der Arbeit diente dazu, den Entwicklungsstand und die Ausgestaltungsformen von PE sowie die wichtigsten Rahmenbedingungen zu konkretisieren. Hierauf aufbauend wird im dritten Teil untersucht, ob es aus Sicht regionaler Kreditinstitute anzustreben ist, ein entsprechendes Geschäftsfeld aufzubauen, wie ein solches Geschäftsfeld sinnvoll auszugestalten ist und wie es in die Ertragsorientierte Banksteuerung integriert werden kann.

A. Empirische Analyse des Stellenwerts von Private Equity aus der Perspektive regionaler Kreditinstitute

I. Konzeption der empirischen Analyse

1. Untersuchungsziele

Wie bei der Analyse des deutschen PE-Marktes deutlich wurde, geben die öffentlich verfügbaren Statistiken nur sehr eingeschränkt Auskunft darüber, welchen Stellenwert PE für das Firmenkundengeschäft regionaler Kreditinstitute besitzt. Noch weniger ist bekannt, wie regionale Kreditinstitute die Potenziale und Grenzen der Beteiligungsfinanzierung vor dem Hintergrund der sich dynamisch verändernden Rahmenbedingungen für das Firmenkundengeschäft einschätzen.

Mit der nachfolgend vorgestellten empirischen Erhebung werden der **Status quo** und die **Entwicklungspotenziale** von PE als Geschäftsfeld für regionale Kreditinstitute untersucht. Die der Analyse übergeordnete Leitfrage ist, ob und in welcher Ausgestaltung ein solches Leistungsangebot einen Beitrag zur erfolgreichen Repositionierung im Firmenkundengeschäft leisten kann. Daneben wird überprüft, inwieweit die mehrheitlich theoriegestützten Aussagen der vorherigen Abschnitte durch die Praxis bestätigt werden.

Adressat der durchgeführten Befragung war jeweils die **oberste Führungsebene** der regionalen Kreditinstitute. Die Einschätzungen der Mitglieder der Führungsebene zum Themenkomplex PE sind für die weitere Analyse von übergeordneter Bedeutung, da die Befragten Fachexperten für das Firmenkundengeschäft regionaler Kreditinstitute sind. Sie sind zudem die Entscheider, die den künftigen Entwicklungsverlauf von PE als Geschäftsfeld regionaler Kreditinstitute maßgeblich determinieren. Die im Rahmen der

Erhebung gewonnenen Erkenntnisse dienen daher als Basis für die sich im Kapitel B. anschließenden Ausführungen zum Aufbau eines Geschäftsfeldes PE.

Es ist nicht primäres Ziel der Erhebung, die PE-Gesamtmarktstatistik für das Segment regionale Kreditinstitute zu vervollständigen. Zwar verschafft diese Erhebung einen Eindruck über den Stellenwert regionaler Kreditinstitute im PE-Gesamtmarkt; auf eine Hochrechnung der Ergebnisse auf Gesamtmarktanteile wird jedoch bewusst verzichtet, da eine offizielle Vollerhebung für diesen Zweck der geeigneteren Weg ist.

2. Erhebungsdesign

Die Konstruktion des Fragebogens ist dem Untersuchungsziel folgend darauf ausgelegt, zu eruieren, welche individuellen Erfahrungen, Vorstellungen und Präferenzen die regionalen Kreditinstitute kennzeichnen, welche Problemfelder und Entwicklungshemmnisse aus ihrer Sicht existieren und welche Erwartungen und Planungen für die mittelfristige Zukunft (Planungshorizont 5 Jahre) bestehen.

Der Fragebogen beinhaltet insgesamt **80 Teilfragen in 14 Fragenrubriken**.¹ Der Umfang der Befragung wurde mit Blick auf eine möglichst hohe Rücklaufquote bewusst gering gehalten. Aus der gleichen Motivation heraus wurde die Abgrenzung zwischen PE und VC nicht problematisiert. Stattdessen wurden beide Begriffe stets simultan und synonym verwendet.²

Acht der 14 Fragenrubriken wurden in Form von **Ratingskalen** formuliert, bei denen die Probanden ihre Einschätzung bzw. Einstellung zu verschiedenen Thesen auf einer Beurteilungsskala ausdrücken sollten. Diese in der empirischen Forschung weit verbreitete Erhebungsform ist nicht unumstritten, da die im Rahmen einer solchen Analyse gewonnenen Informationen so verwendet werden, als ob es sich um metrisch skalierte Daten handeln würde. Tatsächlich sind es aber ordinalskalierte Informationen, die vom Grundsatz nur wenige statistische Auswertungen zulassen.³ Für die reine Berechnung der statistischen Kennzahlen ist die Verwendung solcher pseudometrischen Informationen unproblematisch. Häufig kritisiert werden jedoch die Interpretation und die Qualität der Ergebnisse, da durch das „Herauftransformieren“ des Skalenniveaus implizit unterstellt wird, dass der Abstand zwischen zwei angrenzenden Ratingklassen (Merkmalsausprägungen) für die gesamte Skala und für alle Teilfragen identisch ist. Diese Äquidistanz kann für die subjektive Beurteilungsskala im Wahrnehmungsfeld der Pro-

¹ Der vollständige Fragebogen ist im Anhang 2 dokumentiert.

² Soweit erforderlich wurde der Untersuchungsgegenstand durch einen konkreten Branchen- bzw. Finanzierungsphasenbezug spezifiziert.

³ Allein die Berechnung des arithmetischen Mittels setzt metrisch skalierte Informationen voraus. Zu den verschiedenen Skalenniveaus vgl. Bley Müller, J./Gehlert, G./Gülicher, H. (2000), S. 3 f.

banden realistischer Weise nicht angenommen werden. Die skizzierte Messproblematik wurde jedoch im Rahmen dieser Erhebung von vornherein gering gehalten, da für den Fragebogen eine fünfstufige Beurteilungsskala gewählt wurde, die aufgrund von Erfahrungswerten eine hinreichende und zugleich sinnvolle Differenzierung der Beurteilung ermöglicht, ohne die Differenzierungskapazität des Beurteilers zu überfordern.¹ Da zudem die Analyseergebnisse durchweg sinnvolle Interpretationen zulassen, werden die methodischen Kritikpunkte im Weiteren vernachlässigt.

3. Deskription der Datenbasis

Die im Rahmen der schriftlichen Befragung angeschriebenen Kreditinstitute wurden wie folgt selektiert:

- Es wurden 95 % der Sparkassen befragt.²
- Um den Umfang der Analyse zu begrenzen, wurden von den 1.624 Instituten des Kreditgenossenschaftssektors alle Institute mit einer Bilanzsumme kleiner als 150 Mio. € ausgeschlossen.³ Aus den verbleibenden Instituten wurde ein repräsentativer Querschnitt von 550 Instituten ausgewählt.
- Bei den Privatbanken wurden nach den Kriterien „regionales Geschäftsgebiet“ und „bedeutendes Firmenkundengeschäft“ 48 Kreditinstitute als relevant identifiziert.

Dieser Erhebungsplan führte zu der in Tabelle 19 wiedergegebenen Datenbasis.

Bankensektor	Befragte Institute	Rücklauf	Rücklaufquote
Sparkassen	513	84	16,4 %
Kreditgenossenschaften	550	107	19,5 %
Privatbanken	48	8	16,7 %
Gesamt	1.111	199	17,9 %

Tabelle 19: Überblick über die Datenbasis

¹ Vgl. Zemke, I. (1995), S. 19 f.

² Von der Gesamtheit der Sparkassen wurden 27 Institute ausgeschlossen, von denen im Vorfeld bekannt war, dass sie nicht an Befragungen teilnehmen möchten.

³ Es wird unterstellt, dass dieses Segment angesichts des fortschreitenden Konzentrationsprozesses vernachlässigt werden kann, ohne dass hierdurch der Aussagegehalt der Analyseergebnisse nachhaltig beeinträchtigt wird (vgl. 2. Teil: B. III. 2.). Ebenfalls von der Befragung ausgeschlossen wurden Kreditgenossenschaften ohne Firmenkundengeschäft.

Tabelle 20 zeigt die Aufteilung der resultierenden Datenbasis nach Größenklassen und Sektoren.

Größenklasse \ Sektor	Kreditgenossenschaften	Sparkassen	Privatbanken
bis 250 Mio. €	16	1	1
250 bis 500 Mio. €	44	4	1
500 bis 1.000 Mio. €	34	24	4
1.000 bis 5.000 Mio. €	12	44	2
über 5.000 Mio. €	1	11	0
Gesamt	107	84	8

Tabelle 20: Zusammensetzung der Datenbasis nach Sektoren und Größenklassen

Im Sparkassen- und Kreditgenossenschaftssektor ist die **Datenbasis ausreichend groß**, um statistisch fundierte Aussagen zu der Thematik PE im Firmenkundengeschäft abzuleiten.¹ Dies gilt jedoch nicht für die Privatbanken, von denen lediglich acht Rückläufe eingingen. Die für diesen Sektor ermittelten Werte können daher nur als grober Indikator fungieren. In diesem Sinne werden sie nachfolgend nachrichtlich genannt, ohne sie weiter zu erörtern.

II. Status quo von Private Equity im Leistungsangebot regionaler Kreditinstitute

1. Eigenständige Private-Equity-Aktivitäten regionaler Kreditinstitute

a) Überblick über die Beteiligungsinvestments

Im Quervergleich nimmt die Beteiligungsfinanzierung **im Sparkassensektor den mit Abstand höchsten Stellenwert** ein (vgl. Abbildung 51). 39 % der an der Befragung teilnehmenden Sparkassen sind direkt oder indirekt im Beteiligungskapitalmarkt investiert. Im Kreditgenossenschaftssektor beträgt dieser Anteil dagegen lediglich 6 %.

¹ Insgesamt lag die Rücklaufquote bei deutlich über 20 Prozent. Aufgrund der Terminsetzung konnten jedoch nicht alle Probanden berücksichtigt werden. Die im Vergleich zu anderen Erhebungen hohe Rücklaufquote (Erfahrungswerte liegen zwischen 10 bis 15 Prozent) kann als Indiz für ein ausgeprägtes Interesse an der Thematik Private Equity gewertet werden.

Bei der aus dem Rücklauf resultierenden Datenbasis handelt es sich streng genommen nicht um das Ergebnis eines Zufallsexperiments im statistischen Sinne, da die an der Befragung teilnehmenden Kreditinstitute vermutlich eine andere, weniger indifferente Einstellung zur Finanzierungsform PE besitzen als die Menge der nicht teilnehmenden Kreditinstitute. Diese Form der Verzerrung ist allen Befragungen mit freiwilliger Teilnahme immanent und wird nachfolgend nicht weiter berücksichtigt.

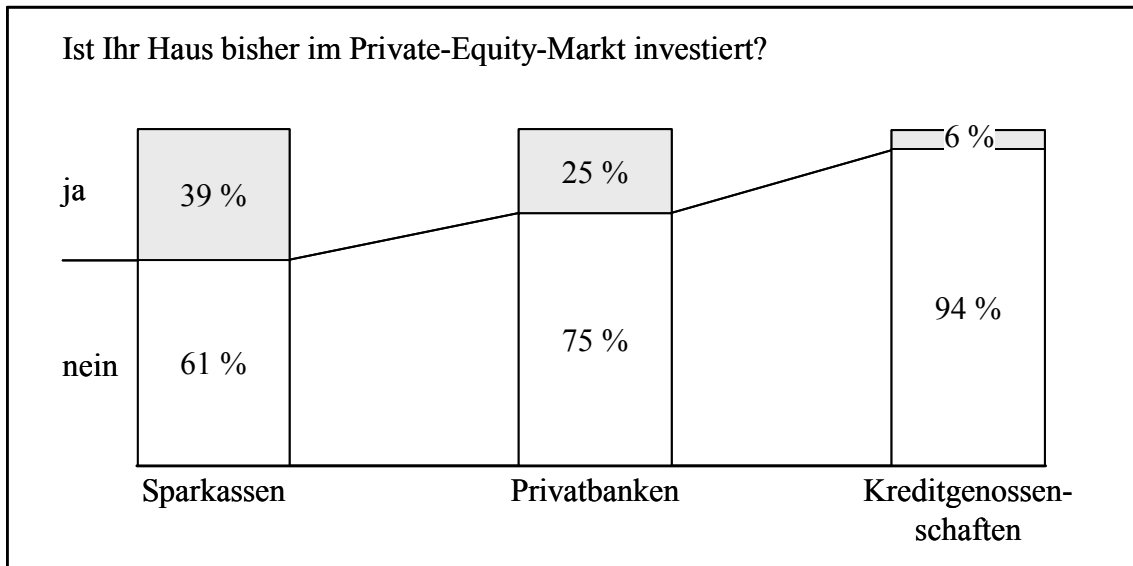


Abbildung 51: Anteil der Institute mit Private-Equity-Investments

Die Dominanz der Sparkassen im PE-Markt gegenüber Kreditgenossenschaften und Privatbanken zeigt sich auch in der Anzahl der Beteiligungsinvestments. Im PE-Markt aktive Sparkassen halten durchschnittlich 10,1 Beteiligungen, wohingegen „aktive“ Kreditgenossenschaften durchschnittlich in 3,2 PU investieren (vgl. Abbildung 52).

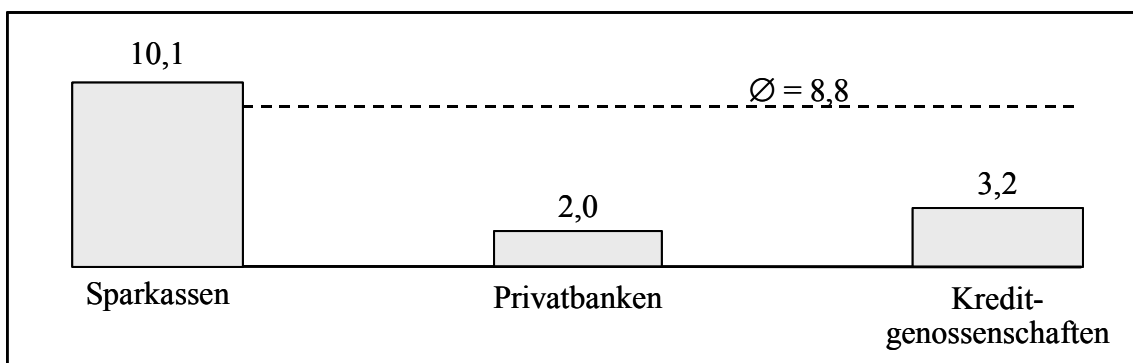


Abbildung 52: Durchschnittliche Anzahl Portfoliounternehmen pro Kreditinstitut (nur „aktive“ Institute)

Gemessen an der Anzahl „PU pro PEG“ im deutschen PE-Gesamtmarkt von knapp über 30 stellt sich der Umfang des Engagements der „aktiven“ Kreditinstitute als unterdurchschnittlich heraus.¹

¹ Siehe 2. Teil: C. II.1. b).

b) Organisationsformen

Auch in der Organisationsform der Beteiligung zeigen sich signifikante Unterschiede zwischen dem Sparkassen- und dem Kreditgenossenschaftssektor.¹ Bei den Sparkassen dominiert mit 74 % der Investments die **indirekte Beteiligungsform**. Auffallend ist ein relativ hoher Anteil der Beteiligungen über eigene Tochtergesellschaften (45 %). Mehrheitlich werden die indirekten Beteiligungen jedoch über Kooperations-Tochtergesellschaften gehalten (Anteil: 55 %). Die Betreuung der direkten Beteiligungen erfolgt im Sparkassensektor zu 95 % durch Spezialisten (vgl. Abbildung 53).

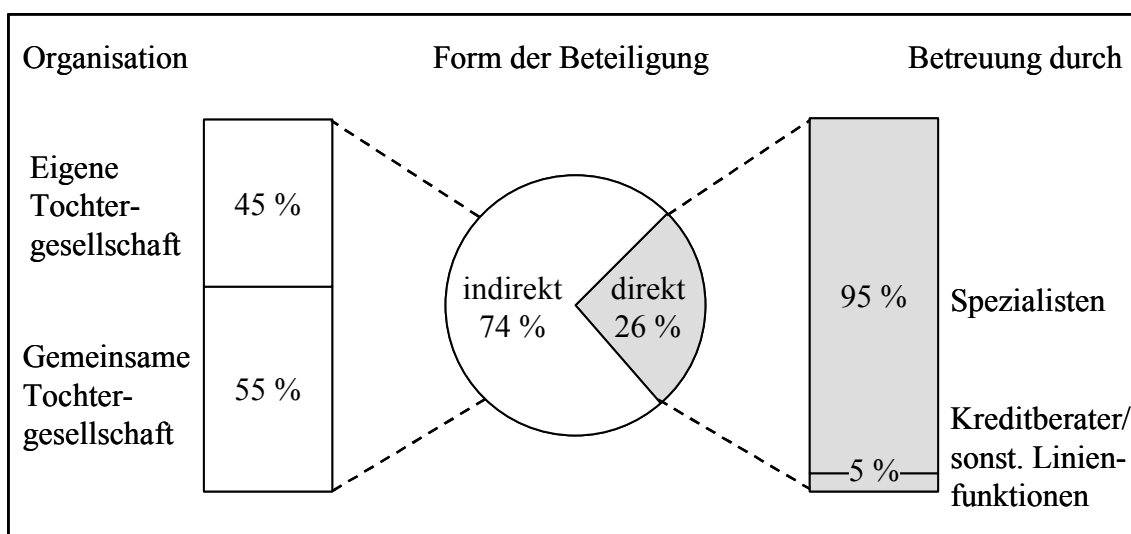


Abbildung 53: Formen der Beteiligungsfinanzierung im Sparkassensektor

Im Kreditgenossenschaftssektor **entspricht der Organisationsgrad dem vergleichsweise geringen Stellenwert** der Beteiligungsfinanzierung (vgl. Abbildung 54). 42 % der Beteiligungen werden direkt gehalten, wobei mehr als die Hälfte dieser Investments durch Kreditberater oder sonstige Linienfunktionen betreut werden. Indirekte Beteiligungen werden maßgeblich über Kooperations-Tochtergesellschaften gehalten (90 % Anteil). Eigene PEG sind der Ausnahmefall (Anteil an der indirekten Beteiligung: 10 %). Eine wesentliche Ursache für die geringe Eigeninitiative dürfte die im Vergleich zu den Sparkassen **deutlich kleinere durchschnittliche Betriebsgröße** sein.

¹ Aufgrund der geringen Datenbasis wird an dieser Stelle auf eine gesonderte Darstellung der Privatbanken verzichtet.

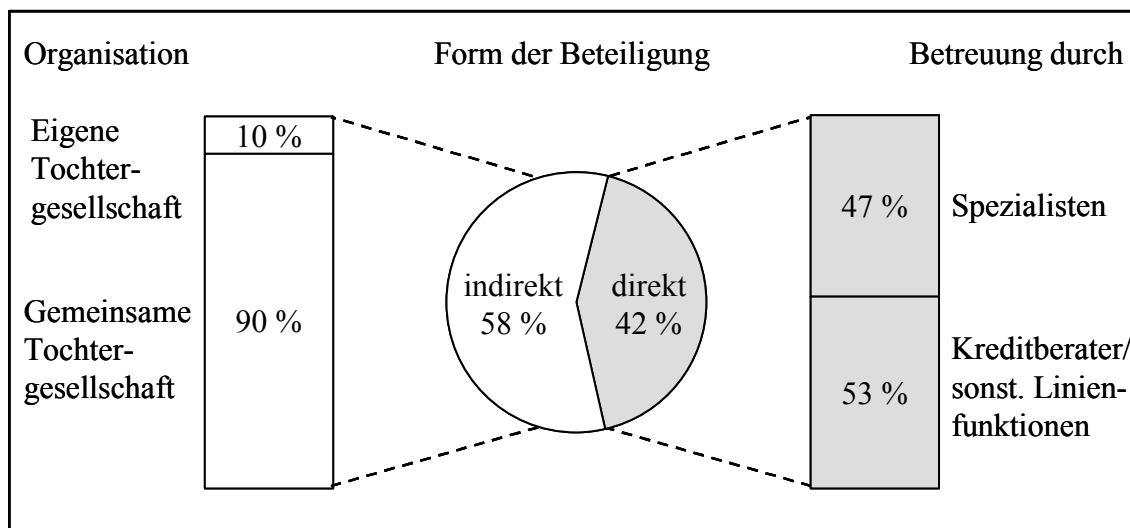


Abbildung 54: Formen der Beteiligungsfinanzierung im Kreditgenossenschaftssektor

c) Beurteilung der eigenen Private-Equity-Aktivitäten

Eingedenk der derzeitigen Entwicklung an den organisierten und nicht organisierten Kapitalmärkten verwundert es nicht, dass die regionalen Kreditinstitute ihre eigenen Aktivitäten am Beteiligungskapitalmarkt durchaus **kritisch beurteilen**. Während die Sparkassen ihre wirtschaftlichen Erwartungen durchschnittlich zumindest noch zu 50 % erfüllt sehen, beurteilen die Kreditgenossenschaften den wirtschaftlichen Erfolg im Durchschnitt sehr negativ (vgl. Abbildung 55).¹

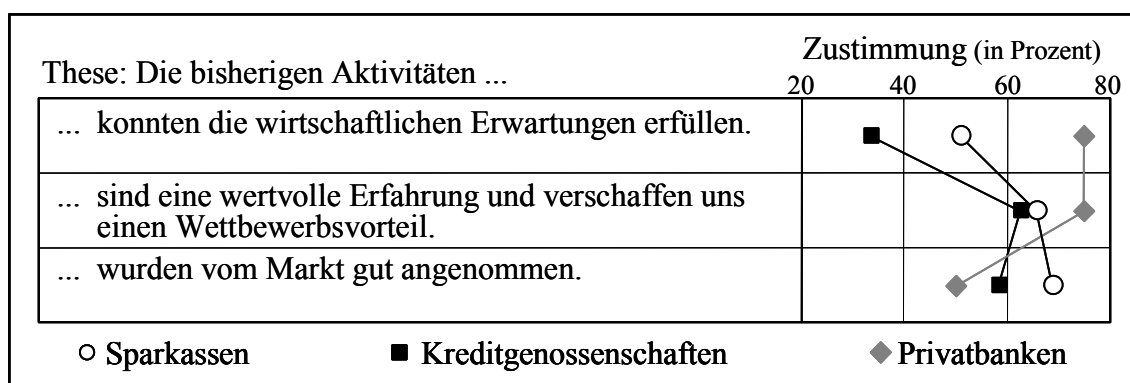


Abbildung 55: Beurteilung der eigenen Aktivitäten im Private-Equity-Markt

Unbeschadet der ökonomischen Beurteilung werden die bisherigen Aktivitäten von den drei Bankengruppen mehrheitlich als **wertvolle Erfahrung** betrachtet, die den Instituten einen Wettbewerbsvorteil verschafft. Auch die Annahme des Angebots durch den Markt wird insgesamt eher positiv beurteilt.

¹ Die fünfstufige Beurteilungsskala ist hier und nachfolgend zu Interpretationszwecken auf eine Skala von 0 % bis 100 % normiert.

2. Vermittlung von Beteiligungsfinanzierungen an Zentralbanken und deren Tochtergesellschaften

a) Inanspruchnahme des Verbundangebots

Neben eigenen direkten und indirekten Beteiligungsinvestments wird ein Großteil des PE-Geschäfts innerhalb des Sparkassen- bzw. Kreditgenossenschaftsverbandes weitervermittelt. Die Quote der Primärinstitute, die bereits Beteiligungsfinanzierungsanfragen an ihre Zentralbank bzw. an Tochtergesellschaften der Zentralbanken oder des Verbandes weitergeleitet haben, ist im Sparkassen- und Kreditgenossenschaftssektor mit 83 % bzw. 82 % nahezu identisch. Ein differenziertes Bild zeigt sich jedoch, wenn die Anzahl der Beteiligungsanfragen sowie die Zusagequote betrachtet werden (vgl. Abbildung 56).

Sparkassen, die in der Vermittlung von Beteiligungsfinanzierungen aktiv sind, haben bisher insgesamt durchschnittlich 9,9 Anfragen weitervermittelt. Dieser Wert liegt bei den Kreditgenossenschaften mit durchschnittlich 6,1 Beteiligungsanfragen knapp 40 % niedriger. Als maßgebliche Ursache für diese Diskrepanz können auch hier Unternehmensgrößenunterschiede angeführt werden.

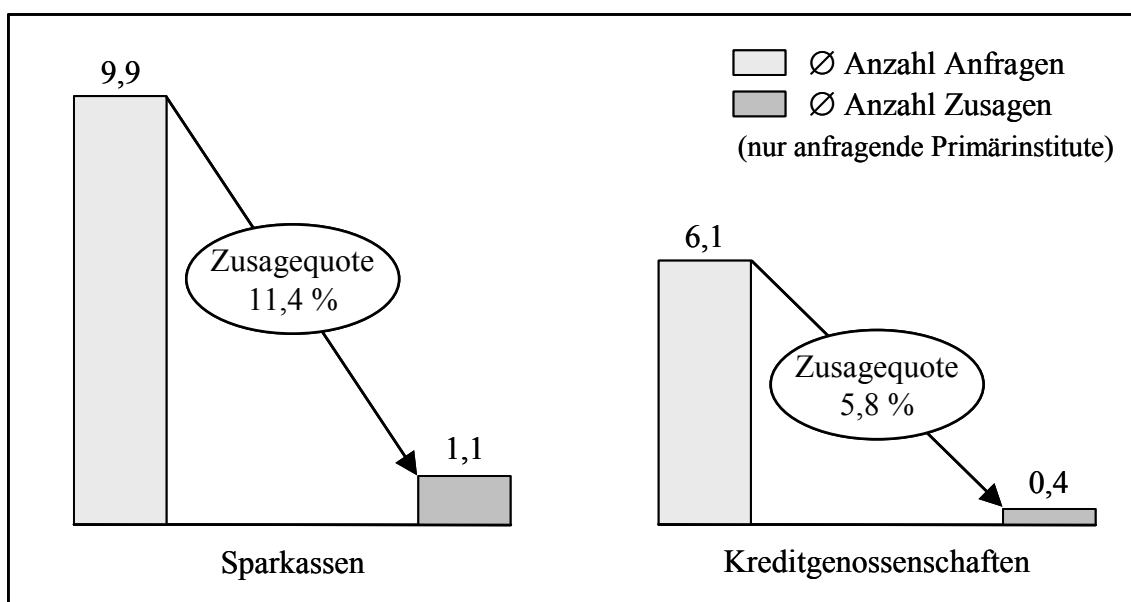


Abbildung 56: Private-Equity-Finanzierung durch die Zentralbank – Durchschnittliche Anfragen und Zusagen pro anfragendem Primärinstitut

Dies gilt jedoch nicht für die Zusagequote seitens der Zentralbanken bzw. deren Tochtergesellschaften. Im Sparkassensektor beläuft sich der gewogene Durchschnitt der Zusagequote auf 11,4 % gegenüber 5,8 % im Kreditgenossenschaftssektor. Bei der Interpretation des im Vergleich zum PE-Gesamtmarkt hohen Niveaus der Zusagequote ist zu berücksichtigen, dass bereits auf der Ebene der Primärinstitute ein mehr oder minder institutionalisierter Selektionsprozess stattfindet. Eine vollständige Betrachtung des Auswahlprozesses würde daher zu noch geringeren Auswahlquoten führen. Die in

der einschlägigen Literatur regelmäßig genannten Auswahlquoten von 2-5 % können daher auch für das Vermittlungsgeschäft von Sparkassen und Kreditgenossenschaften zutreffen.¹

b) Beurteilung des Verbundangebots

Das im Verbund angebotene Leistungsspektrum zur Beteiligungsfinanzierung wird in der Summe – sowohl bei den Kreditgenossenschaften als auch bei den Sparkassen – **nicht positiv beurteilt** (vgl. Abbildung 57).

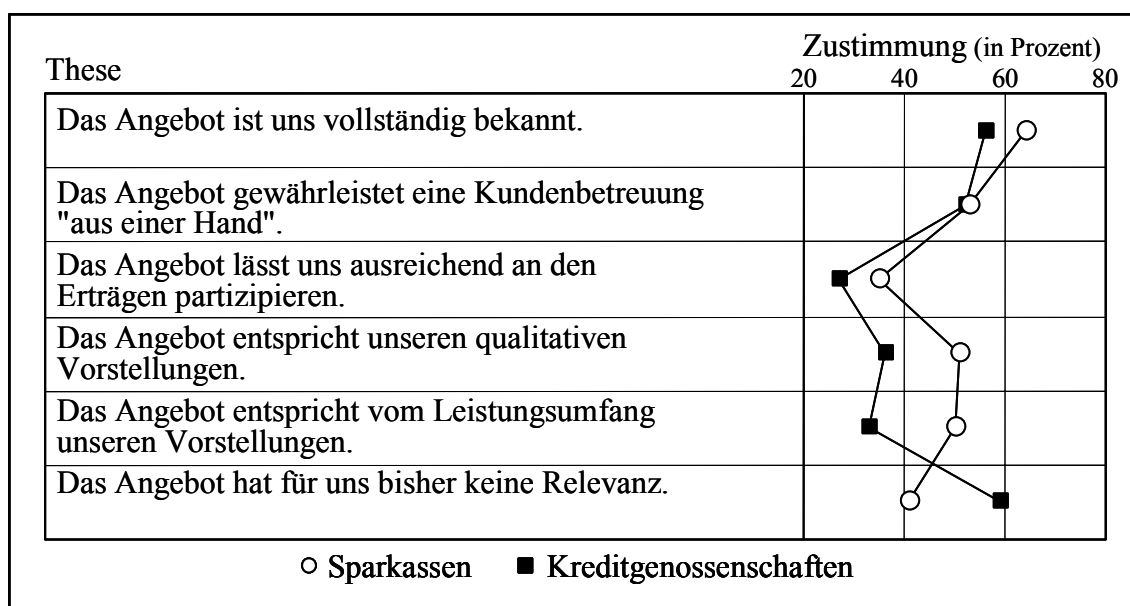


Abbildung 57: Beurteilung des Finanzierungsangebots der Zentralbanken bzw. deren Tochtergesellschaften

Zunächst ist festzustellen, dass das Angebot nicht vollständig bekannt ist, was auf entsprechende Kommunikationsdefizite schließen lässt.² Während die Möglichkeit eines ganzheitlichen Marktauftritts noch neutral beurteilt wird, ist insbesondere die **Partizipation an den Erträgen** Gegenstand der Kritik. Angesichts der grundsätzlich angespannten Ertragssituation im Firmenkundengeschäft ist der Anreiz zur Weitervermittlung potenzieller Beteiligungsfinanzierungen dementsprechend gering. Auch die Qualität und der Leistungsumfang werden im Durchschnitt negativ bis neutral bewertet, wobei die Beurteilung im Sparkassensektor insgesamt positiver ausfällt.

¹ Siehe hierzu A. III. 2. a).

² Der nicht ausreichende Kenntnisstand stellt allerdings die Fähigkeit in Frage, das Angebot der Zentralbanken adäquat beurteilen zu können.

III. Möglichkeiten und Grenzen für ein Geschäftsfeld Private Equity

1. Beurteilung der Rahmenbedingungen

a) Veränderungen im klassischen Firmenkundengeschäft

Die Veränderungstendenzen im Firmenkundengeschäft werden in den drei betrachteten Bankengruppen Sparkassen, Kreditgenossenschaften und Privatbanken relativ ähnlich eingeschätzt (vgl. Abbildung 58).

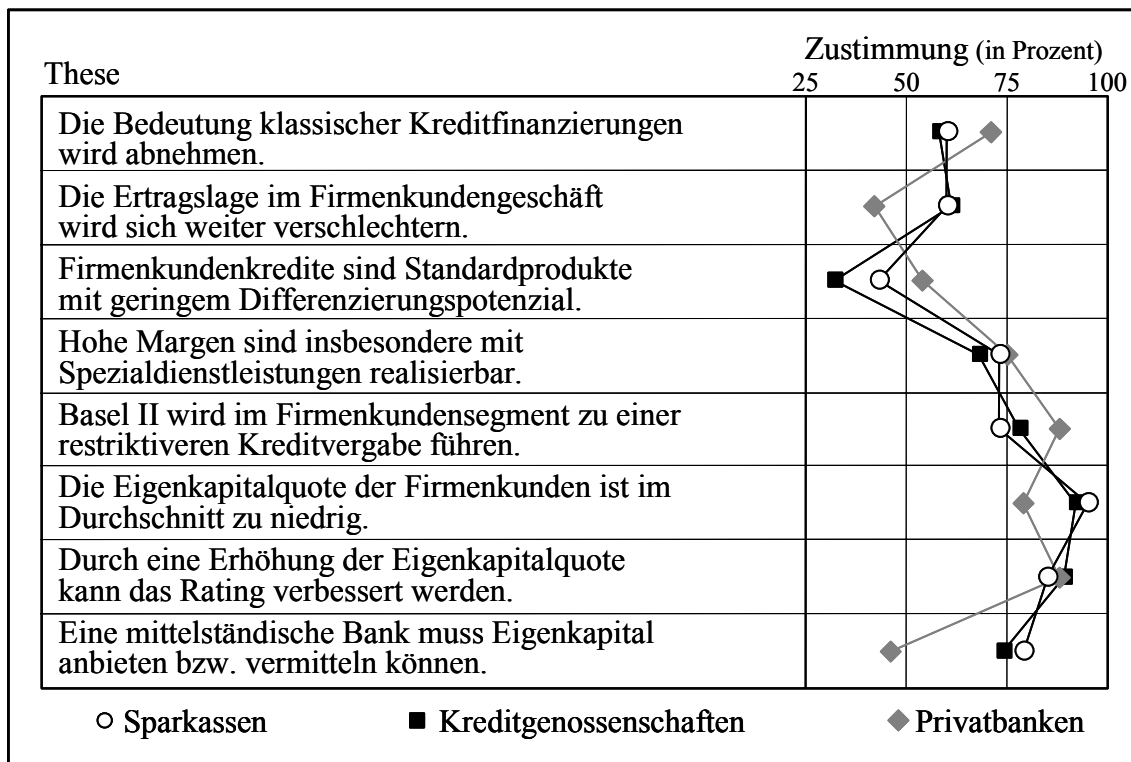


Abbildung 58: Einschätzung der Veränderungen im Firmenkundengeschäft

Mehrheitlich wird mit einer abnehmenden Bedeutung des Kreditgeschäfts und einer sich weiter verschlechternden Ertragslage gerechnet. Insbesondere Kreditgenossenschaften und Sparkassen widersprechen der These, dass Firmenkundenkredite Commodities mit wenig Differenzierungspotenzial sind. Übereinstimmung besteht darin, dass **hohe Margen insbesondere mit Spezialdienstleistungen** zu erzielen sind. Hieraus ließe sich die grundsätzliche strategische Stoßrichtung ableiten, die weitgehend standardisierten Firmenkundenkredite mit kundenindividuellen wertschaffenden Dienstleistungen anzureichern, um entsprechende Preisspielräume zu eröffnen.

Als Konsequenz von Basel II wird in allen drei Bankensektoren eine restriktivere Kreditvergabe im Firmenkundengeschäft erwartet. Die höchste Zustimmung der gesamten Befragung erhält die These, dass die **Eigenkapitalquote im deutschen Mittelstand zu**

gering ist und dass das Firmenkunden-Rating wesentlich durch die Eigenkapitalausstattung der Kreditnehmer determiniert wird.

PE gewinnt angesichts einer solchen Einschätzung der Finanzierungssituation mittelständischer Unternehmen in zweifacher Weise an Bedeutung. So kommt die Beteiligungsfinanzierung einerseits als Ergänzung zur Kreditfinanzierung in Betracht, um die grundsätzliche Unternehmensfinanzierung sicherzustellen (**Finanzierungsfunktion** des Eigenkapitals).¹ Gleichzeitig kann Beteiligungskapital dazu beitragen, die Bonität der Firmenkunden zu verbessern (**Verlustausgleichs- sowie Garantie- und Haftungsfunktion** des Eigenkapitals), um Raum für weitere Kreditfinanzierungen zu vertretbaren Konditionen zu schaffen.² Vor diesem Hintergrund erklärt sich die breite Unterstützung der These, dass eine mittelständische Bank Eigenkapital anbieten bzw. vermitteln können muss.

b) Entwicklungsdeterminanten des Private-Equity-Marktes

In der Summe werden die Entwicklungsdeterminanten und das Potenzial für den deutschen PE-Markt **positiv, jedoch nicht euphorisch** eingeschätzt (vgl. Abbildung 59).

Trotz der aktuellen wirtschaftlichen Probleme vieler Start-ups werden seitens der Sparkassen und Kreditgenossenschaften Ansätze einer neuen Unternehmerkultur festgestellt, woraus sich grundsätzlich Wachstumspotenzial für den Beteiligungskapitalmarkt ableiten lässt. Dem viel zitierten **Nachfolgeproblem** im deutschen Mittelstand wird – entgegen einer weitläufigen Erwartung in der Beteiligungskapitalbranche – **keine herausragende Bedeutung** beigemessen.³ Ebenso wenig werden die Thesen gestützt, dass sich die Eigenkapitalausstattung an internationale Verhältnisse angleichen wird oder dass Beteiligungskapital in Deutschland den gleichen Stellenwert wie in den USA erreichen wird.

Auf der anderen Seite werten die regionalen Kreditinstitute die derzeitige Kapitalmarktverfassung und die geringe Anzahl erfolgreicher IPO als vorübergehendes und nicht nachhaltiges Wachstumshemmnis. Vom Grundsatz bestätigt wird die Veränderung der Wettbewerbsstrukturen durch das Auftreten neuer Marktteilnehmer wie z. B. internationaler VC-/PE-Fonds und Investmentbanken. Die relativ **größte Wachstumsimpulswirkung** wird der Steuerbefreiung von Beteiligungsgewinnen zugeschrieben.

¹ Siehe 1. Teil: C. III. 1.

² Vgl. Stummer, F./Nolte, B. (2001), S. 381.

³ Vgl. Merk, S. (2001), S. 41 f.; Klaus, A. (2001), S. 14 ff.

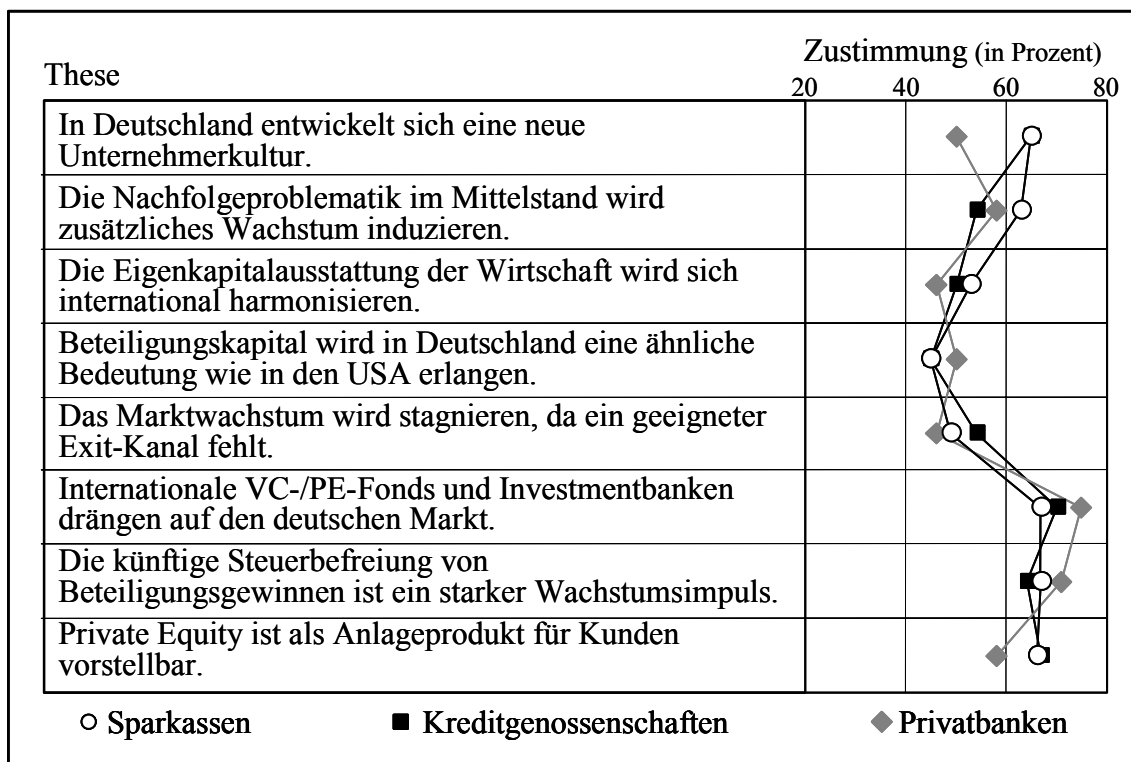


Abbildung 59: Einschätzung der Entwicklungsdeterminanten für den Private-Equity-Markt

Die Mehrheit der regionalen Kreditinstitute kann sich PE als Anlageprodukt für ihre Kunden vorstellen. Der Entwicklungstrend der „Equitization“ könnte daher grundsätzlich auch von der Geldanlegerseite an Auftrieb gewinnen.

c) Staatliche Förderangebote

Wie gezeigt wurde, stellt das von staatlicher Seite bereitgestellte Förderangebot eine wesentliche Rahmenbedingung für die Entwicklung des Beteiligungskapitalmarktes dar.¹

Der **Umfang der Förderprogramme** wird insbesondere von den am Beteiligungsmarkt aktiven Instituten als **ausreichend** bezeichnet (vgl. Abbildung 60). Nicht aktive und damit im Regelfall schlechter informierte Institute bezeichnen das Angebot tendenziell als nicht ausreichend. Angesichts der im internationalen Vergleich herausragenden Stellung des deutschen Förderangebots ist eine solche Einschätzung überraschend. Eine

¹ Siehe 2. Teil: B. III.

Ursache dieser negativen Einschätzung könnte die geringe Überschaubarkeit des – mithin auch als „Förderdschungel“ bezeichneten – Angebots sein.¹

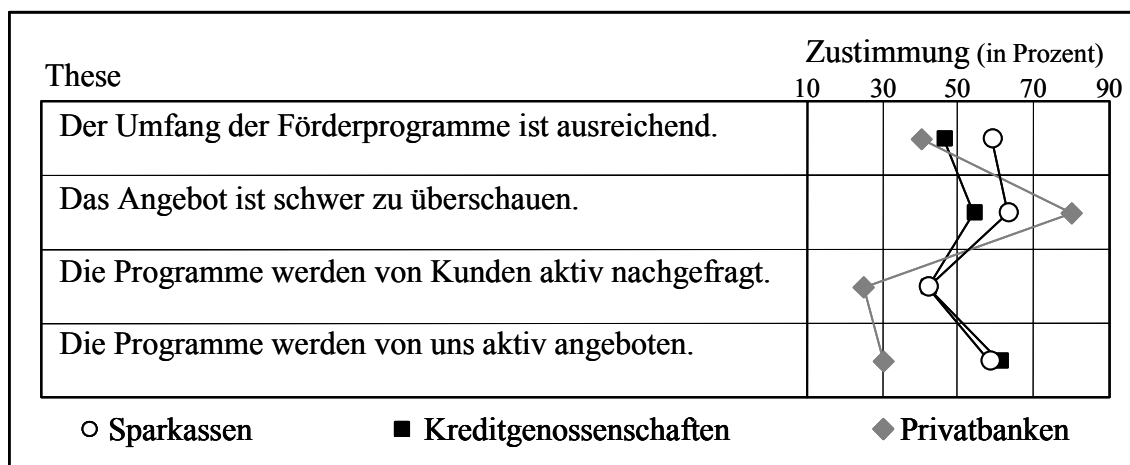


Abbildung 60: Beurteilung der staatlichen Förderprogramme

Die Erhebung zeigt, dass die **Überschaubarkeit** der staatlichen Förderprogramme seitens der Sparkassen und Kreditgenossenschaften im Durchschnitt relativ unkritisch beurteilt wird. Dies muss nicht notwendigerweise heißen, dass das Angebot in seiner Tiefe und Breite sowie hinsichtlich der verschiedenen Kombinationsmöglichkeiten tatsächlich bekannt ist. Die Einschätzung des Kundenverhaltens deutet darauf hin, dass die staatlichen Förderangebote noch nicht den Stellenwert besitzen, den sie bei einer verbesserten Angebotstransparenz einnehmen könnten.

Sparkassen und Kreditgenossenschaften übernehmen einen **bedeutenden Part** bei der Bereitstellung des Förderangebots.² Im Gegensatz zu den befragten Privatbanken bieten sie ihren Kunden die staatlichen Programme mehrheitlich aktiv an. Wie die Detailanalyse zeigt, sind es insbesondere die größeren Institute, welche die staatlichen Programme aktiv einbinden, während das Förderangebot bei kleineren Instituten einen deutlich geringeren Stellenwert einnimmt.

¹ Vgl. Koschatzky, K. et al. (Hrsg.) (1999), S. 11; Betsch, O./Groh, A. P./Lohmann, L. G. E. (2000), S. 323 f.

² Vgl. Groll, M. (1998), S. 286 f.

2. Beurteilung der Marktchancen regionaler Kreditinstitute

a) Differenzierung nach Finanzierungsanlässen

Sparkassen und Kreditgenossenschaften schätzen ihre nach Finanzierungsanlässen differenzierten Marktchancen nahezu identisch ein (vgl. Abbildung 61).

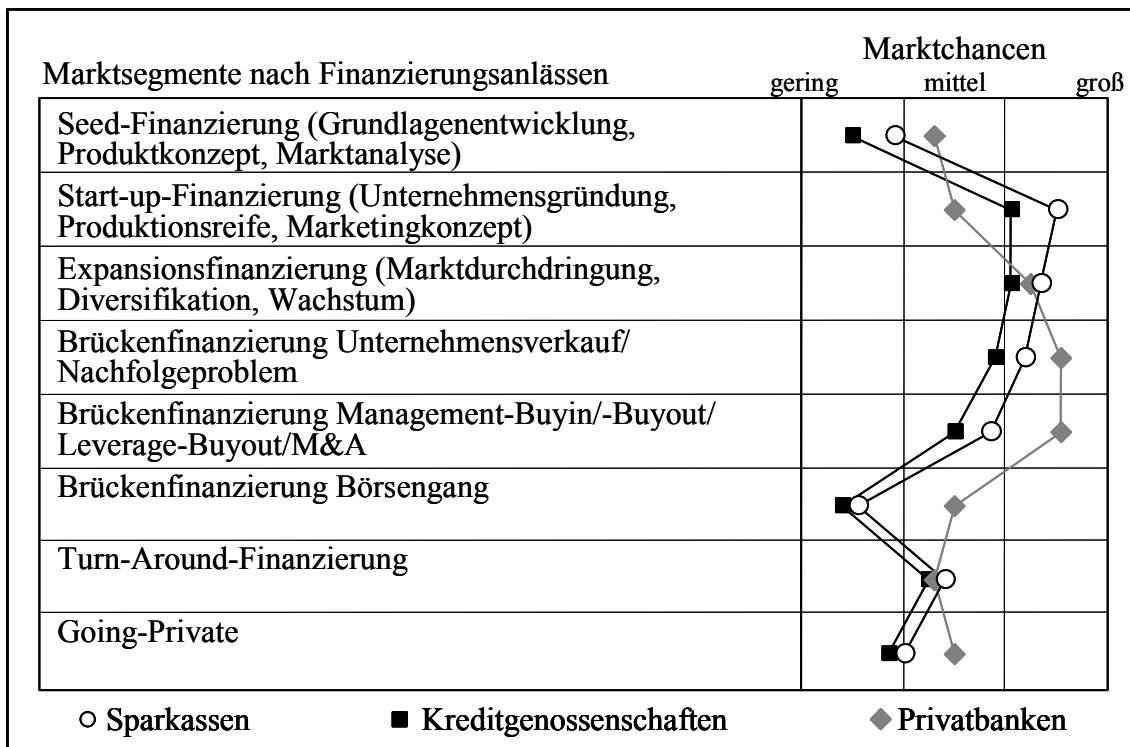


Abbildung 61: Beurteilung der Marktchancen differenziert nach Finanzierungsanlässen

Geringe Marktchancen räumen sie sich im Segment der **Seed-Finanzierung** ein. Diese Einschätzung ist insoweit nicht überraschend, als dass das Seed-Segment im Beteiligungskapitalmarkt eine unterdurchschnittliche Bedeutung einnimmt. Hohe Insolvenzquoten und fehlendes Spezial-Know-how können als Haupthemmnisse der Seed-Finanzierung angenommen werden.¹

Anders verhält es sich im Segment der **Start-up-Finanzierungen**. Vor allem Sparkassen sehen für sich bei den kurz vor der Gründung bzw. vor dem Markteintritt stehenden Unternehmen gute Marktchancen. Auf einem ähnlich hohen Niveau bewegt sich die Einschätzung der Marktchancen im Rahmen der Expansionsfinanzierung.

Finanzierungsanlässe in der Reifephase eines Unternehmens werden dagegen kritischer beurteilt. Es fällt auf, dass insbesondere die Marktchancen in den kapitalmarktnahen Marktsegmenten negativ beurteilt werden. Die Mehrheit der Sparkassen und Kre-

¹ Siehe 2. Teil: A. I. 2.

ditgenossenschaften sehen hier kaum Möglichkeiten, sich in diesen Segmenten erfolgreich durchzusetzen. Ergänzende Kommentare weisen darauf hin, dass diese Segmente, wenn überhaupt, nur in Kooperation mit der Zentralbank zu besetzen sind.

b) Differenzierung nach Branchen

Neben der Segmentierung nach Unternehmenslebensphasen kann der Beteiligungsfinanzierungsmarkt nach Branchen segmentiert werden. Auf aggregierter Ebene wird regelmäßig zwischen „High-tech“- bzw. innovativen Unternehmen („New Economy“) auf der einen und klassischen Unternehmen („Old Economy“) auf der anderen Seite differenziert. Auf eine definitorische Abgrenzung dieser beiden Marktsegmente wurde im Rahmen der Studie bewusst verzichtet.¹

Die Beurteilung der Marktchancen regionaler Kreditinstitute in diesen beiden Segmenten führt im Ergebnis zu einer deutlichen Aussage (Abbildung 62).

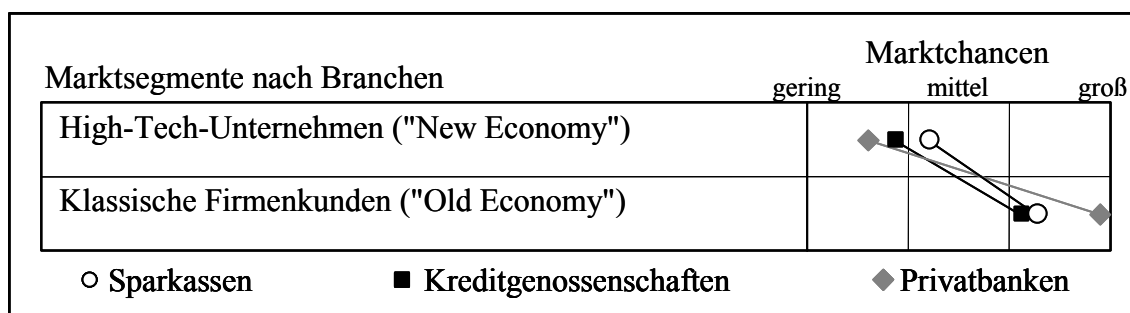


Abbildung 62: Beurteilung der Marktchancen differenziert nach Branchen

Während die Marktchancen im „New-Economy“-Segment durchschnittlich eher „gering“ bis „mittel“ eingeschätzt werden, ist das **Urteil bei den klassischen Firmenkunden deutlich positiver**. Diese Einschätzung wird maßgeblich auf den dominierenden Anteil der „Old-Economy“-Kunden und den dementsprechenden Expertiseschwerpunkt der regionalen Kreditinstitute zurückzuführen sein.

Die Differenzierung des Befragungsergebnisses nach im Beteiligungskapitalmarkt aktiven und bisher nicht aktiven Kreditinstituten zeigt, dass die aktiven Kreditinstitute die Marktchancen im „New-Economy“-Segment annähernd so positiv beurteilen wie im Segment der klassischen Firmenkunden.

¹ Es ist fraglich, ob eine exakte Abgrenzung überhaupt möglich ist (siehe 1. Teil: C. I. 2 a)).

c) Differenzierung nach Portfoliostrategien

Die befragten Kreditinstitute wurden gebeten, die zwei nachfolgenden alternativen Investmentstrategien hinsichtlich ihrer Erfolgsaussichten aus der Perspektive regionaler Kreditinstitute zu beurteilen:

- Fokussierung der Aktivitäten auf bestimmte Branchen und Finanzierungsphasen („focused portfolio“)
- Keine Spezialisierung, um die Kapazitäten auszulasten und das Risiko zu streuen („balanced portfolio“)

Als Analyseergebnis ist zu konstatieren, dass im Durchschnitt **keine signifikanten Strategiepräferenzen** feststellbar sind. Kreditgenossenschaften beurteilen beide Strategien im Durchschnitt identisch (Eignungsgrad 57 %), während Sparkassen im Durchschnitt eine leichte Präferenz für die diversifizierte Strategie aufweisen (63 % gegenüber 52 %). Auch eine feiner abgestufte Differenzierung nach Größenklassen oder danach, ob die Institute im Beteiligungskapitalmarkt aktiv sind oder nicht, führt zu keinen nennenswerten signifikanten Unterschieden in der durchschnittlichen Strategiebeurteilung.

Dies bedeutet nicht, dass die einzelnen Kreditinstitute keine Strategiepräferenz besitzen. Den Durchschnittswerten liegt im Gegenteil eine breite Streuung der Einzelwerte zugrunde. Nur wenige Institute erachten tatsächlich beide Strategien als geeignet. Die im Durchschnitt indifferenten Analyseergebnisse spiegeln vielmehr eine Strategiekontrolle wider, die für die gesamte Beteiligungskapitalmarktbranche kennzeichnend ist.

3. Zentrale Problemfelder

Die Rangreihung der Problemfelder nach ihrer Bedeutung führt bei Sparkassen und Kreditgenossenschaften zu fast identischen Ergebnissen. Es fällt jedoch auf, dass Kreditgenossenschaften sämtliche in der Befragung genannten Problemfelder kritischer einschätzen als die Sparkassen. Auch eine nach Größenklassen differenzierte Betrachtung zeigt signifikante Unterschiede in der Einschätzung der Problemfelder. So verlieren nahezu alle genannten Problemfelder mit zunehmender Unternehmensgröße an Bedeutung. Differenziert man schließlich die Analyseergebnisse nach im PE-Markt aktiven und bisher nicht aktiven Kreditinstituten, so zeigt sich zwischen diesen Gruppen ebenfalls eine deutliche Heterogenität in der Problemeinschätzung. Die Bedeutung der potenziellen Problemfelder wird von den nicht aktiven Instituten stets höher eingeschätzt.

Den mit Abstand größten Stellenwert nehmen die **Ausfallrisiken der Beteiligungsfinanzierung** ein (vgl. Abbildung 63). Dies erscheint zunächst verständlich, da sich die Risikoposition als Miteigentümer des Beteiligungsunternehmens im Vergleich zur Kreditfinanzierung ungünstiger darstellt. Angesichts der geringen Eigenkapitalausstat-

tung der mittelständischen Wirtschaft und dem hohen Anteil der Bankkreditfinanzierung ist es fraglich, ob sich die Risikoposition tatsächlich in dem Maße erhöht, dass hierin das Haupthemmnis für die Beteiligungsfinanzierung zu sehen ist. Wie gezeigt wurde, können (derzeit) erhebliche Teile des Beteiligungsausfallrisikos durch die Einbindung staatlicher Förderprogramme abgedeckt werden. Die Miteigentümerstellung bietet zudem die Chance, Informationsasymmetrien abzubauen, wodurch Risiken u. U. früher erkennbar und besser steuerbar werden.

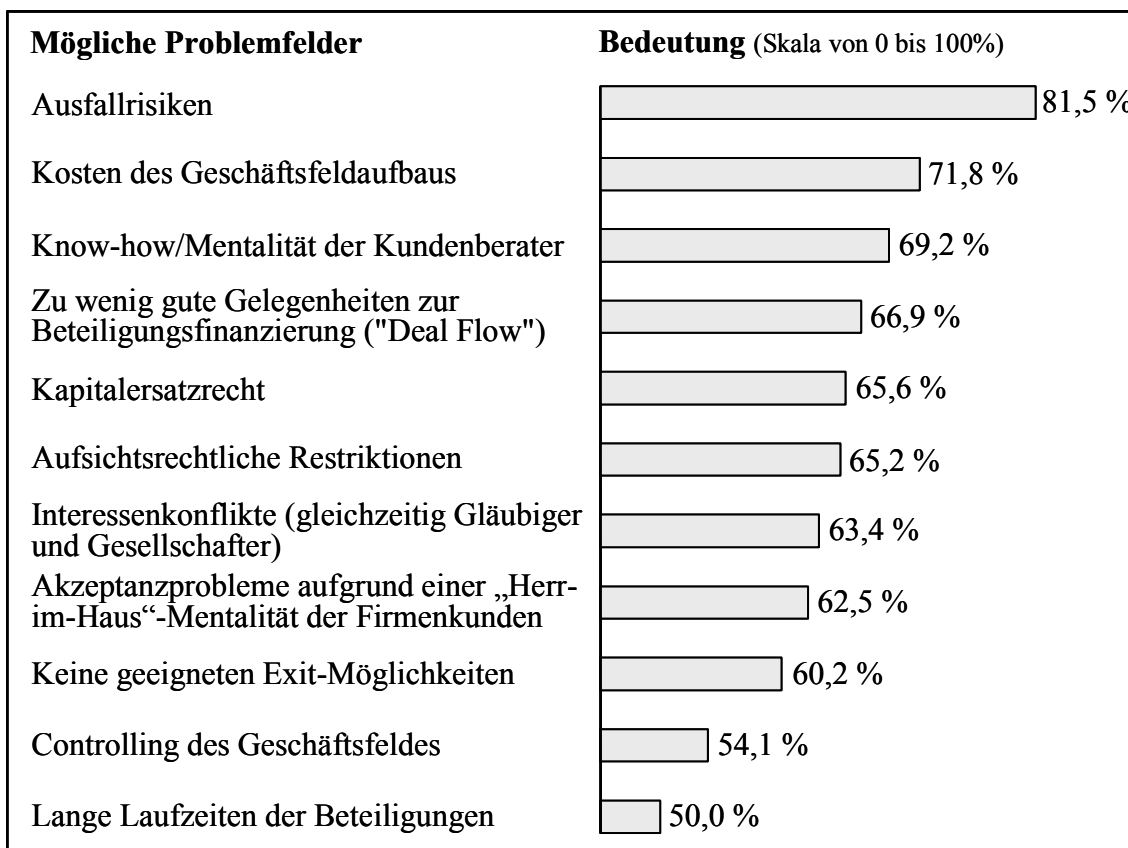


Abbildung 63: Problemfelder der Beteiligungsfinanzierung aus der Perspektive regionaler Kreditinstitute

Die in der Bedeutung folgenden Problemfelder „**Kosten des Geschäftsfeldaufbaus**“ und „**Know-how/Mentalität der Kundenberater**“ weisen darauf hin, dass das Geschäftsfeld PE nicht mit bestehenden Ressourcen aufgebaut werden kann. Die erforderlichen umfangreichen Investitionen in Sach- und Humankapital sind aus der Perspektive der regionalen Kreditinstitute ein bedeutendes Hemmnis. Dem Ziel der Kostendegression folgend, ist die Bildung größerer Einheiten in Form von Kooperationen zu favorisieren.

In die gleiche Richtung geht die Beurteilung des „**Deal Flow**“. Tatsächlich handelt es sich hierbei um ein Problem, welches für die gesamte Beteiligungskapitalbranche kennzeichnend ist.¹ Nicht etwa das verfügbare Kapital, sondern die Anzahl geeigneter Beteiligungsunternehmen stellt den Hauptengpass für die Entwicklung des Beteiligungskapitalmarktes dar. Für regionale Kreditinstitute mit einem entsprechend begrenzten Geschäftsgebiet dürfte dieses Problem daher im besonderen Maße evident sein. Es besteht die Gefahr, dass die hohen Investitionskosten für den Geschäftsfeldaufbau in einem Missverhältnis zu der Anzahl der tatsächlichen Beteiligungsinvestments stehen.

Die Einschätzung des **Kapitalersatzrechts** bestätigt, dass die ursprünglich sehr rigide Rechtsprechung aus Sicht der Banken mit der im Jahre 1998 vollzogenen Novellierung des Eigenkapitalrechts deutlich entschärft wurde. Heute bieten sich zahlreiche Gestaltungsmöglichkeiten – nicht zuletzt durch die ebenfalls novellierte Gesellschaftsform „Unternehmensbeteiligungsgesellschaft“ – die negativen Implikationen des Kapitalersatzrechts von vornherein auszuschließen.² Eine Differenzierung der Analyseergebnisse nach im PE-Markt aktiven und bisher nicht aktiven Kreditinstituten zeigt, dass speziell aktive Institute – mit entsprechenden Erfahrungswerten – das Kapitalersatzrecht deutlich weniger problematisch einstufen als passive Institute. Ähnlich verhält es sich bei der Einschätzung der **aufsichtsrechtlichen Restriktionen**. Während bisher passive Institute hierin ein bedeutendes Problemfeld sehen, wird diese Einschätzung von den aktiven Instituten nicht geteilt.

Die Problemfelder „**Interessenkonflikte**“, „**Akzeptanzprobleme**“ und „**Exit-Möglichkeiten**“ werden von den verschiedenen Bankengruppen, Größenklassen und „aktiven“ bzw. „nicht aktiven“ Kreditinstituten relativ homogen mit mittlerer Bedeutung eingestuft. Als weniger problematisch werden schließlich das Controlling des Geschäftsfeldes sowie die lange Laufzeit der Beteiligungsinvestments beurteilt.

IV. Zukunftsszenarien

1. Geplante Aktivitäten für die nächsten fünf Jahre

Die befragten Institute wurden gebeten, Auskunft über ihre geplanten PE-Aktivitäten für die nächsten fünf Jahre zu geben. Hierbei waren Mehrfachnennungen im Rahmen der Antwortalternativen möglich.

Die beim Status quo der Beteiligungsfinanzierung festgestellte Diskrepanz zwischen den drei Bankengruppen setzt sich auch bei den geplanten Aktivitäten fort. Rund die

¹ Siehe 2. Teil: A. II. 1.

² Siehe 2. Teil: B. I. 1.

Hälfte der Privatbanken und Kreditgenossenschaften plant für die Zukunft **keine PE-Aktivitäten**, bei den Sparkassen beträgt dieser Anteil nur 26 % (vgl. Abbildung 64).

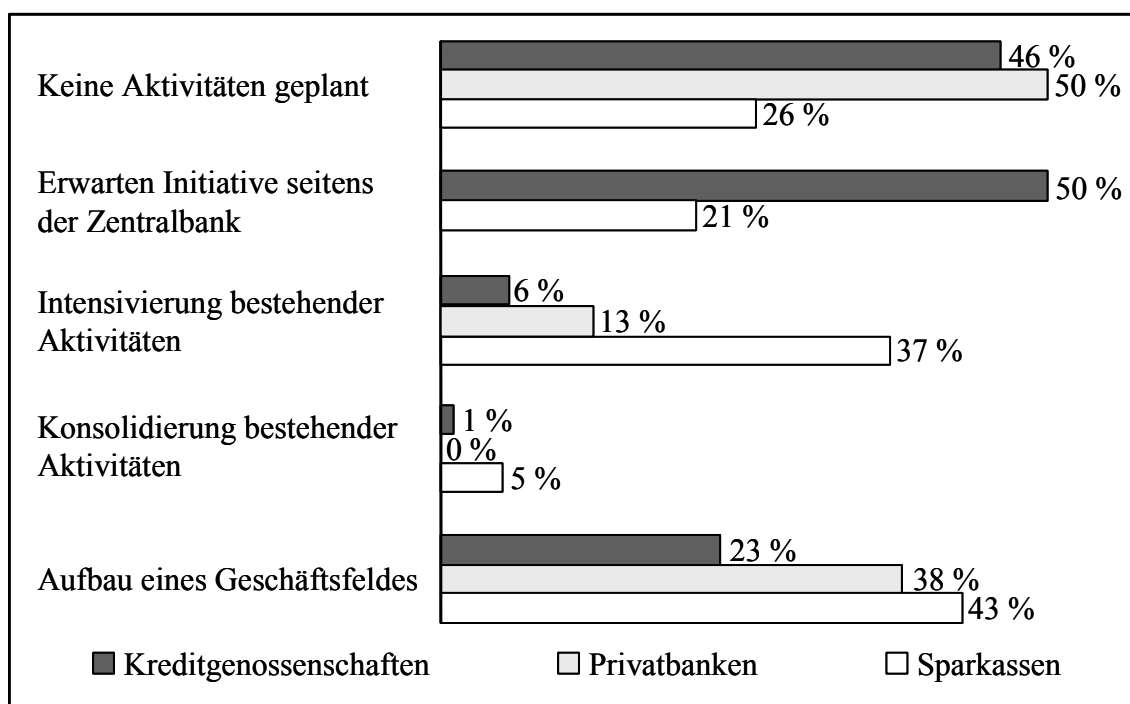


Abbildung 64: Geplante Private-Equity-Aktivitäten für die nächsten fünf Jahre

Die Präferenz der Kreditgenossenschaften für eine zentralistische Organisation des PE-Geschäfts wird nochmals durch den hohen Anteil der genossenschaftlichen Primärinstitute (50 %) unterstrichen, die diesbezüglich die **Initiative seitens der Zentralbank** erwarten.

Bei der Interpretation der Planung im Hinblick auf bestehende Aktivitäten (Konsolidierung vs. Intensivierung) ist zu berücksichtigen, dass der verwendete Begriff „bestehende Aktivitäten“ nicht näher spezifiziert wurde. Ferner beziehen sich die in Abbildung 64 wiedergegebenen Prozentangaben auf die Gesamtheit der befragten Institute, obgleich hier nur Institute angesprochen sind, die in irgendeiner Form im PE-Markt aktiv sind bzw. waren (vgl. A. II.).

Es zeigt sich, dass in allen drei Bankensektoren die geplante Intensivierung die Konsolidierungsabsichten überwiegt. Wie eine Detailauswertung zeigt, beabsichtigen **nahezu 100 %** der bereits heute im PE-Markt aktiven Kreditinstitute ihr **Engagement zu intensivieren**. Angesichts der derzeit sehr massiven Probleme der gesamten PE-Branche sowie der kritischen Erfolgsbeurteilung der eigenen Aktivitäten (vgl. A. II.1. c)) ist dieses eindeutige Analyseergebnis als überraschend zu bezeichnen.

Die geplanten Aktivitäten bezüglich des Aufbaus eines PE-Geschäftsfeldes zeigen, dass PE für die regionalen Kreditinstitute ein **aktuelles und bedeutendes Thema** ist. Knapp ein Viertel der Kreditgenossenschaften plant innerhalb der nächsten fünf Jahre ein entsprechendes Geschäftsfeld aufzubauen. Bei den heute bereits sehr aktiven Sparkassen sind es weitere 43 % und bei den Privatbanken 38 %, die den Geschäftsfeldaufbau planen.

2. Organisatorische Gestaltungspräferenzen

Die Beurteilung alternativer Organisationsformen des Venture-Capital- bzw. Private-Equity-Geschäfts lässt im Ergebnis eindeutige sektorspezifische Präferenzen erkennen.

a) Gestaltungspräferenzen der Sparkassen

Basierend auf den umfangreichen eigenen Aktivitäten und Erfahrungen stufen Sparkassen die **gemeinschaftliche Gründung einer PE-Tochtergesellschaft zusammen mit anderen Sparkassen** als die mit Abstand geeignetste Organisationsform ein (vgl. Abbildung 65).

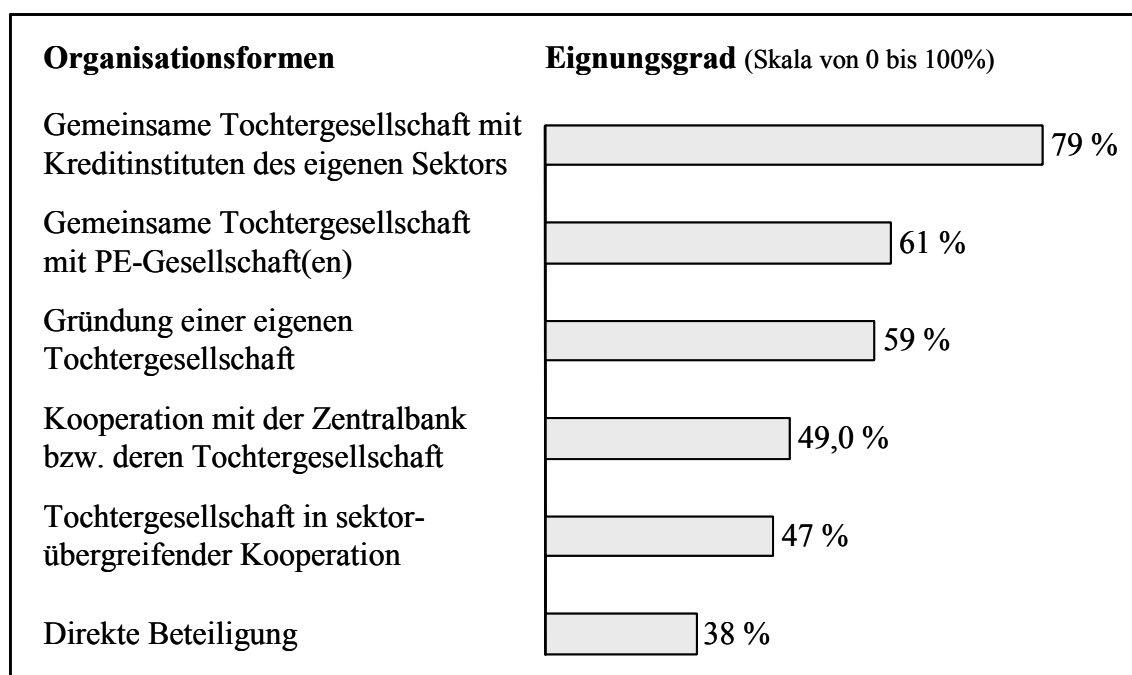


Abbildung 65: Alternative Organisationsformen des Private-Equity-Geschäfts – Beurteilung seitens der Sparkassen

Positiv werden auch die Organisationsvarianten Gründung einer Tochtergesellschaft in Kooperation mit einer externen PEG sowie die eigenständige Gründung einer Tochtergesellschaft beurteilt.

Kooperationen mit der Zentralbank im Sinne einer Weitervermittlung der potenziellen Beteiligungsunternehmen werden lediglich neutral beurteilt. Gleiches gilt für die sektorübergreifenden Kooperationen. Als ungeeignet wird die Organisationsform der direkten Beteiligung bewertet.

b) Gestaltungspräferenzen der Kreditgenossenschaften

Deutlich abweichend stellen sich die Präferenzen der Kreditgenossenschaften dar (vgl. Abbildung 66). Unbeschadet der sehr kritischen Beurteilung des Zentralbankangebots¹ wird die **Kooperation mit der Zentralbank bzw. deren Tochtergesellschaften** als die geeignetste Organisationsform angesehen, das PE-Geschäft zu betreiben. Ursächlich für die Präferenz einer zentralistischen Organisation wird im Wesentlichen das Missverhältnis von durchschnittlicher Unternehmensgröße auf der einen Seite sowie Kosten und Risiken des Geschäftsfeldes auf der anderen Seite sein.

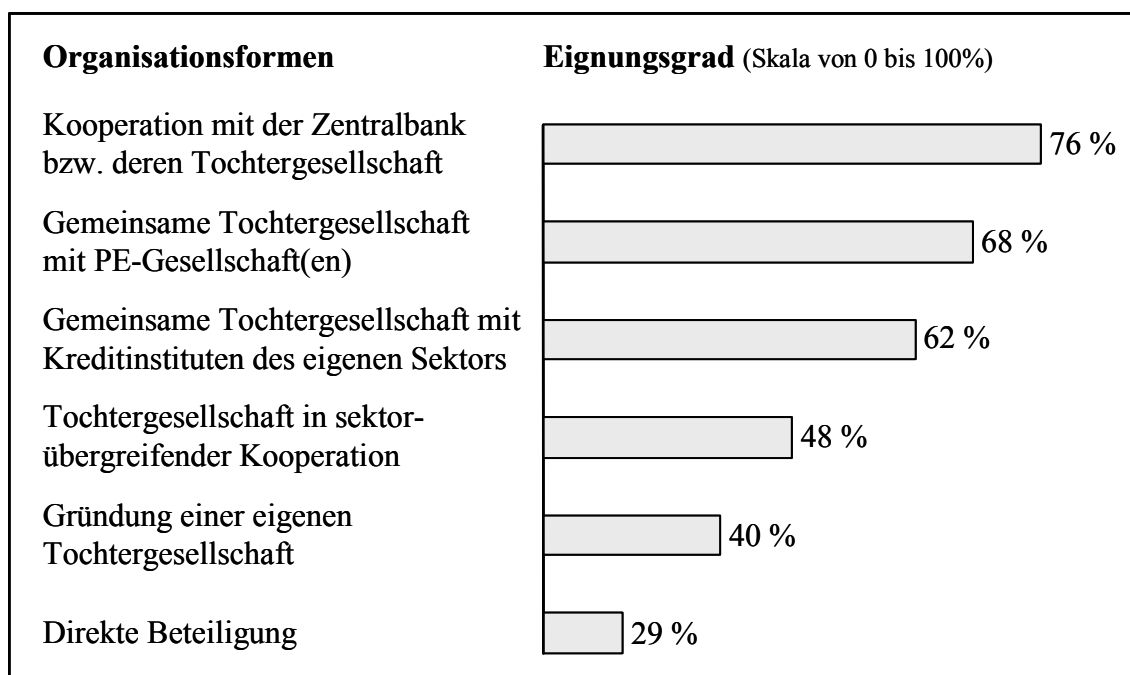


Abbildung 66: Alternative Organisationsformen des Private-Equity-Geschäfts – Beurteilung seitens der Kreditgenossenschaften

Weiterführende Fragen, ob im Rahmen der Vermittlung an die Zentralbank bzw. deren Tochtergesellschaft der Relationship-Management-Ansatz („Hausarztprinzip“), also Betreuung der Beteiligungsfinanzierung durch das Primärinstitut oder eine partielle Überleitung des Kunden („Facharztprinzip“) zu favorisieren sei, ließen keine Präferenz seitens der Kreditgenossenschaften erkennen.² Beide Ansätze werden als grundsätzlich

¹ Vgl. A. II. 2. a).

² Für eine ausführliche Darstellung des Relationship-Management-Ansatzes siehe Kapitel B. III. 1.

geeignet eingestuft. Es ist in diesem Kontext jedoch auf die von den Kreditgenossenschaften sehr kritisch beurteilte Ertragspartizipation zu verweisen.

Ebenfalls (noch) positiv werden die Organisationsvarianten einer gemeinsamen Tochtergesellschaft mit einer externen Beteiligungskapitalgesellschaft oder aber mit anderen Kreditgenossenschaften bewertet. Einer sektorübergreifenden Kooperation stehen die Kreditgenossenschaften – ähnlich wie die Sparkassen – neutral gegenüber. Direkte Beteiligungen werden dagegen negativ beurteilt.

c) Gestaltungspräferenzen der Privatbanken

Die befragten Privatbanken favorisieren als Organisationsform für das PE-Geschäft die Gründung einer **eigenen Tochtergesellschaft** (vgl. Abbildung 67).

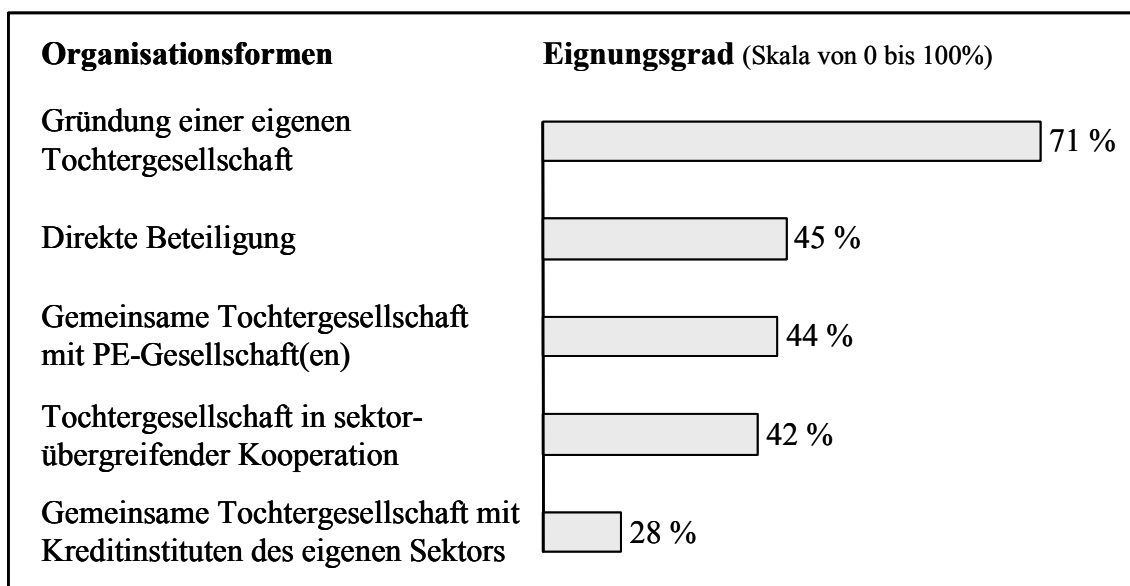


Abbildung 67: Alternative Organisationsformen des Private-Equity-Geschäfts – Beurteilung seitens der Privatbanken

Als Alternativen zu einer eigenen PE-Tochtergesellschaft kommen allenfalls die direkte Beteiligung sowie die Gründung einer Tochtergesellschaft in Kooperation mit einer externen PEG oder mit Kreditinstituten aus anderen Sektoren in Betracht. Kooperationen mit anderen Privatbanken werden dagegen – vermutlich aufgrund des intensiven Wettbewerbs zwischen den Privatbanken – als ungeeignet eingestuft.

3. Prognose der Beteiligungsvolumina für die nächsten fünf Jahre

In Abbildung 68 ist nach Bankensektoren differenziert dargestellt, welche Beteiligungsvolumina die Kreditinstitute für die nächsten fünf Jahre durchschnittlich prognostizieren. Die Absolutbeträge liegen in dem **Korridor von 6,7 Mio. € bis 8,2 Mio. €** dicht relativ beieinander.

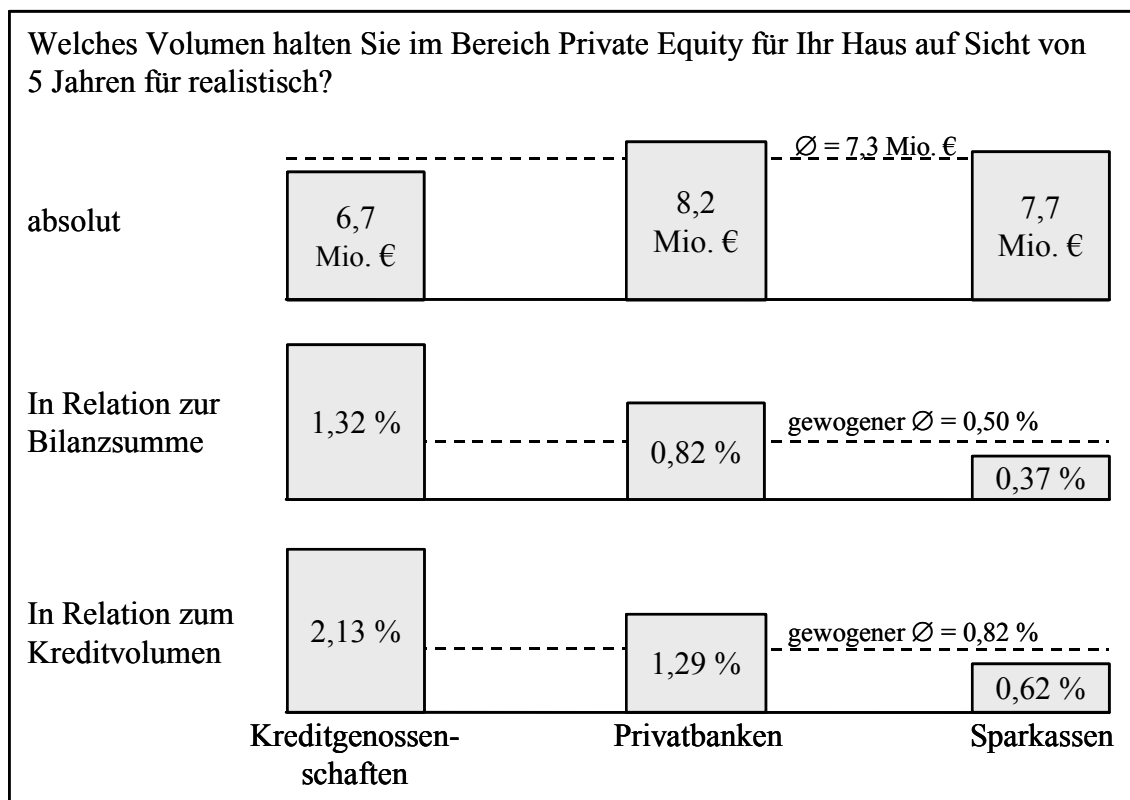


Abbildung 68: Prognose des Private-Equity-Volumens

Setzt man die Absolutbeträge in Relation zur Bilanzsumme resp. zum Kreditvolumen, so wird deutlich, dass die Prognosewerte im Kreditgenossenschaftssektor offensiver als in den anderen Sektoren sind. Mit 1,32 % Bilanzsummenanteil bzw. 2,13 % des Kreditvolumens prognostizieren die Kreditgenossenschaften für sich das – relativ gesehen – größte Wachstum im Bereich der PE-Finanzierung. Die Prognose der heute im PE-Markt bereits stärker aktiven Sparkassen bewegt sich dagegen mit 0,37 % bzw. 0,62 % auf deutlich niedrigerem Niveau.

Der gewogene Durchschnitt über alle drei Bankensektoren liegt bei **0,50 % der Bilanzsumme** bzw. bei 0,82 % des Kreditvolumens. Nach dieser Prognose nimmt PE im Leistungsangebot regionaler Kreditinstitute **in Relation zu den klassischen Finanzierungsangeboten auch künftig einen relativ geringen Stellenwert** ein. Es sind somit keine revolutionären, substituierenden Veränderungen des Leistungsangebots im Firmenkundengeschäft regionaler Kreditinstitute zu erwarten, sondern allenfalls eine evolutionäre Erweiterung.

Dieser Prognose folgend ist die Bedeutung der regionalen Kreditinstitute für den PE-Markt dennoch nicht zu unterschätzen. Allein Sparkassen und Kreditgenossenschaften kämen hiernach in der Summe auf ein Beteiligungsvolumen von knapp 8,6 Mrd. €. ¹ Dies entspricht einem theoretischen Anteil von über 46 % an dem gesamten deutschen PE-Fondsvolumen des Jahres 2000. ² Die regionalen Kreditinstitute würden damit einen **größeren Marktanteil als im klassischen Firmenkundengeschäft** erreichen. ³

B. Entscheidungsfelder im Rahmen des Geschäftsfeldaufbaus

I. Geschäftspolitische Grundüberlegungen

1. Hierarchie des Managementprozesses

Die Frage, ob PE als Geschäftsfeld regionaler Kreditinstitute ausgebaut werden soll, um damit einen Beitrag zur Repositionierung des Firmenkundengeschäfts zu leisten, ist nicht allgemeingültig zu beantworten. Es ist letztlich immer eine unternehmerische Entscheidung unter Unsicherheit, ob und in welcher Weise ein bestimmtes Geschäftsfeld bearbeitet werden soll. Beitrag dieser geschäftspolitischen Analyse kann es nur sein, den unternehmerischen **Entscheidungsprozess weitgehend zu fundieren** sowie **Empfehlungen für die Ausgestaltung und das Management** eines solchen Geschäftsfeldes abzuleiten.

Anknüpfend an die vorangegangenen Situationsanalysen werden in diesem Kapitel die grundlegenden Gestaltungsparameter für ein Geschäftsfeld PE aus der Perspektive regionaler Kreditinstitute betrachtet. Den Ausführungen liegt dabei der in Abbildung 69 dargestellte **hierarchische Managementprozess** zugrunde.

Ohne an dieser Stelle den einzelnen Prozessstufen vorzugreifen, sei darauf hingewiesen, dass es sich bei dem dargestellten Top-down-Ansatz um eine idealisierte Abfolge handelt, die in erster Linie zur Strukturierung der Ausführungen dient. Tatsächlich sind die im Managementprozess **zu beantwortenden Fragestellungen höchst interdependent** und daher nicht sequentiell, sondern parallel bzw. rückkoppelnd zu beantworten. ⁴ So ist zum Beispiel die Grundsatzentscheidung, ob PE ein zielkonformes Geschäftsfeld für regionale Kreditinstitute ist, nur dann sinnvoll zu treffen, wenn die Wettbewerbsstrategie zumindest gedanklich konkretisiert wurde und zudem bekannt ist, welche Optionen im Rahmen der organisatorischen Implementierung bestehen. Ebenso ist es vom Grund-

¹ Zu den Volumina „Kredite an Nichtbanken“ siehe Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2001g), S. 22-25.

² Vgl. Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (2001b), S. 63.

³ Siehe 1. Teil: A. II. 2.

⁴ Für eine kritische Würdigung der Interdependenzen im hierarchischen Managementprozess siehe Osterloh, M./Frost, J. (2000), S. 161-164.

satz nicht möglich, den relevanten Markt abzugrenzen, ohne die Kundenbedürfnisse genau zu kennen. Um diese zu eruieren, muss wiederum bekannt sein, wer die Zielkunden sind. Die weitreichenden Interdependenzen machen es erforderlich, dass in den nachfolgenden Betrachtungen einige Gestaltungsparameter zunächst nur vorgestellt werden, um sie an späterer Stelle zu konkretisieren.

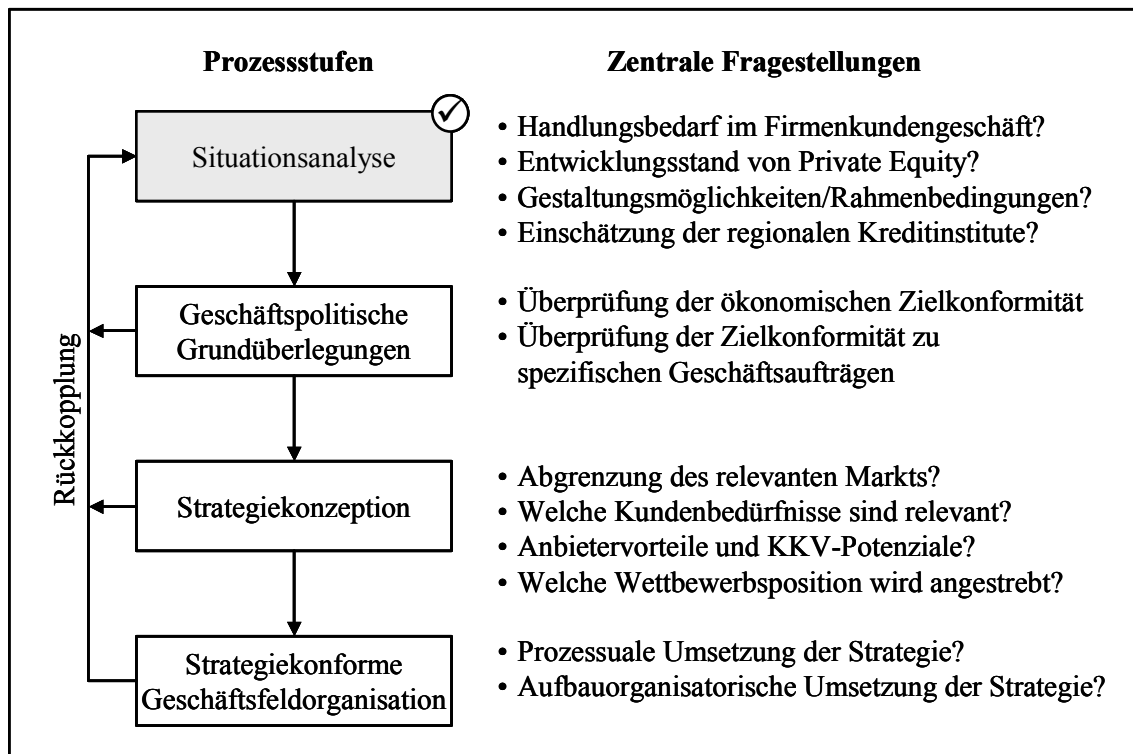


Abbildung 69: Hierarchie des Managementprozesses

2. Überprüfung der ökonomischen Zielkonformität von Private Equity

Grundlage für die Überprüfung der Zielkonformität eines Geschäftsfeldes sind auf oberster Ebene idealtypischer Weise die Unternehmensvisionen und -leitbilder sowie die daraus abgeleiteten strategischen Zielsysteme.¹ Eine sich hieran orientierende Konformitätsprüfung ist jedoch nur unternehmensindividuell durchführbar. Als Bezugsrahmen für die grundsätzliche geschäftspolitische Entscheidung für oder wider PE dient daher nachfolgend die **Triade des Ertragsorientierten Bankmanagements**, die als gemeinsame betriebswirtschaftliche Basis der (regionalen) Kreditinstitute betrachtet werden kann (vgl. Abbildung 70).² Ergänzt wird dieser Bezugsrahmen durch die spezifischen Geschäftsaufträge der Sparkassen und Kreditgenossenschaften.

¹ Vgl. Schierenbeck, H./Lister, M. (2001), S. 52.

² Vgl. Schierenbeck, H. (2001a), S. 1 f.

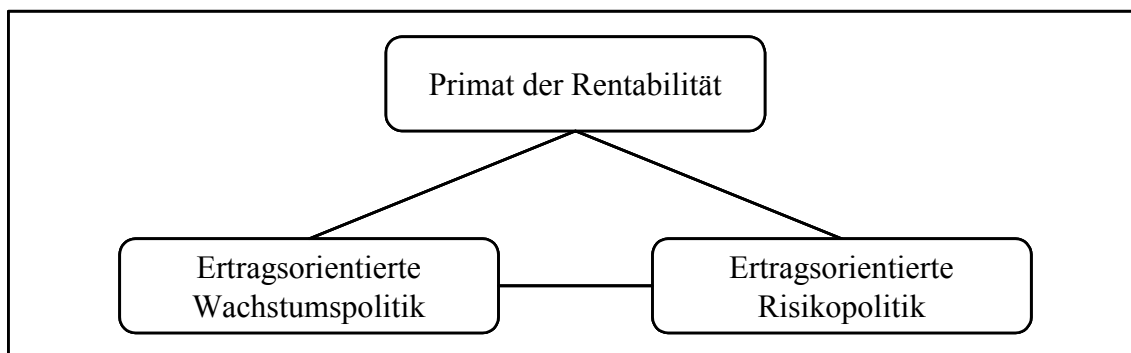


Abbildung 70: Die Triade des Ertragsorientierten Bankmanagements¹

Korrespondierend mit dem Shareholder-Value-Ansatz spiegelt sich das Konzept der Ertragsorientierten Banksteuerung in drei Grundprinzipien der Unternehmensführung wider. Im Mittelpunkt sämtlicher geschäftspolitischer Entscheidungen steht das **Primat der Rentabilität**. Ihm sind sowohl die **Wachstumspolitik** als auch die **Risikopolitik** konsequent unterzuordnen.² Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund, dass ausge dehntes Wachstum mit einer abnehmenden Grenzrentabilität einhergeht und Rentabili tätssteigerungen nur durch ein erhöhtes Maß an Risiko zu erzielen sind.³

Isoliert betrachtet erfüllt PE grundsätzlich das **Primat der Rentabilität**. Zwar zeigte die empirische Befragung der regionalen Kreditinstitute, dass die eigenen PE-Aktivitäten im Durchschnitt bisher nicht die wirtschaftlichen Erwartungen erfüllen konnten. Wie die Statistiken des evca belegen (siehe 2. Teil: C. III.), ist es dennoch grundsätzlich mög lich, mit PE sowohl im Gesamtmarkt als auch in den für die regionalen Kreditinstitute zugänglichen Teilsegmenten hohe Renditen zu erwirtschaften. PE könnte daher ein Weg sein, den Commodity-Charakter des Firmenkundengeschäfts zu verringern und neue Preisspielräume zu erschließen.

Fraglich ist jedoch, ob die durchschnittlichen PE-Renditen („Risk Performance“) in einem angemessenen Verhältnis zum inhärenten Risiko („Risk Exposure“) stehen (**Risiko-Chancen-Kalkül**).⁴ Die dargestellten Rendite-Statistiken lassen hier keine abschlie ßende Aussage zu, da es u. a. die fehlende Marktbewertung erschwert, das Risk Exposu re und damit die risikoadjustierte Renditeforderung analog zum CAPM abzuleiten.⁵

¹ Entnommen aus Schierenbeck, H. (2001a), S. 1.

² Vgl. Schierenbeck, H. (2001a), S. 1 f.

³ Diese Überlegung impliziert Informationstransparenz und ökonomisch rationales Verhalten.

⁴ Vgl. Schierenbeck, H. (2001b), S. 2 f.

⁵ Vgl. hierzu ausführlich Heim, D. (2001), S. 487-495; Bader, H. (1996) S. 175-198.

Neben dem Risiko-Chancen-Kalkül ist das **Risikotragfähigkeitskalkül** in die Betrachtung aufzunehmen.¹ Aus der sogenannten „Risk Taking Capacity“ sollte auf Gesamtbankenebene mittelfristig jedoch kein wesentlicher Engpass für die PE-Aktivitäten resultieren, da die von den regionalen Kreditinstituten geplanten Beteiligungsvolumina im Vergleich zum Kreditgeschäft einen deutlich untergeordneten Stellenwert einnehmen.²

In Bezug auf die **ertragsorientierte Wachstumspolitik** ist die Tatsache von besonderem Interesse, dass 98 % aller mit PE finanzierten Unternehmen dem Firmenkundensegment gemäß Arbeitsdefinition zuzuordnen sind.³ Obgleich der PE-Markt derzeit zweifelsohne eine Konsolidierungsphase durchläuft, lassen viele Entwicklungsdeterminanten erwarten, dass die Bedeutung der Beteiligungsfinanzierung künftig zunehmen wird. Weiteres Wachstum des PE-Marktes führt zwangsläufig zur Substitution anderer Finanzierungsformen, wodurch die Inanspruchnahme des Leistungsangebots regionaler Kreditinstitute unmittelbar tangiert wird.⁴

Für regionale Kreditinstitute stellt sich die Frage, ob sie an dem zu erwartenden Wachstum partizipieren wollen. Diese Frage darf keinesfalls isoliert beantwortet werden, sondern ist in der Sortimentwirkung zu den übrigen Leistungsangeboten zu sehen. Ohne ein entsprechendes Angebot besteht die Gefahr, dass Firmenkunden PE-Finanzierungen bei Wettbewerbern nachfragen, was zu einer (weiteren) Verringerung der **Kundenbindung** und damit zu einer Verschlechterung der Wettbewerbsposition – auch in den traditionellen Geschäftsfeldern – führen kann.⁵ Wie gezeigt wurde, gewinnt diese Überlegung gerade vor dem Hintergrund von Basel II besondere Relevanz.

Zusätzlich zur Kundenbindung ist im strategischen Entscheidungskalkül unter dem Blickwinkel der ertragsorientierten Wachstumspolitik auch die Möglichkeit zur **Akquisition neuer Firmenkunden** zu berücksichtigen. Insbesondere die Beteiligungsfinanzierung im Frühphasensegment kann eine Möglichkeit darstellen, die Substanz im Kundenportfolio zu sichern und einer fortschreitenden strukturellen Degeneration entgegenzuwirken.⁶ Der Horizont im Rahmen der Rentabilitätsbetrachtung sollte für PE-Finanzierungen im Frühphasensegment daher nicht zu kurz gewählt werden, sondern auf den

¹ Vgl. Schierenbeck, H. (2001d), S. 718 ff.

² Siehe A. IV. 3.

³ Siehe 2. Teil C. II. 2. b).

⁴ Vgl. Mang, Th. (2001b), S. 13.

⁵ Vgl. Schierenbeck, H. (1999), S. 341.

⁶ Vgl. Böhm, A. (1999), S. 71-75.

langfristigen Ertragswert einer Kundenbeziehung („Lifetime-Earnings“-Potenzial) abstellen.¹

Führt man die **Kernaussagen der bisherigen Analyse** zusammen, so spricht vieles dafür, dass ein Geschäftsfeld PE einen Beitrag zur erfolgreichen und zukunftsgerichteten Repositionierung im Firmenkundengeschäft leisten kann. Diese Einschätzung wird durch die mittelfristigen Planungen und Prognosen der regionalen Kreditinstitute mehrheitlich bestätigt. Es empfiehlt sich jedoch, die Grundsatzentscheidung davon abhängig zu machen, welche konkrete Wettbewerbsposition realistischer Weise zu erreichen ist. Dies setzt voraus, dass die Marketingstrategie zumindest gedanklich konkretisiert wird. Zu diesem Zweck wird in B. II. das Konzept komparativer Konkurrenzvorteile (KKVs) vorgestellt, dessen Grundgedanken den Nukleus einer jeden fundierten Marketingstrategie darstellen. Zunächst ist jedoch zu überprüfen, ob PE auch im Hinblick auf die spezifischen gesetzlichen bzw. satzungsgemäßen Geschäftsaufträge von Sparkassen und Kreditgenossenschaften zielkonform ist.

3. Überprüfung der Zielkonformität von Private Equity zu spezifischen Geschäftsaufträgen

a) Geschäftsauftrag der Sparkassen

Um den spezifischen Auftrag der Sparkassen zu erläutern, ist es hilfreich, zunächst den geschichtlichen Hintergrund zu skizzieren. Die Entwicklung der Sparkassen begann in Deutschland in der zweiten Hälfte des 18. Jahrhunderts, getragen von der Idee, armen Bevölkerungsschichten die Möglichkeit zu geben, sich durch das Zurücklegen kleiner Beträge einen eigenen finanziellen Rückhalt zu schaffen. Ursprünglich als Teil der Gemeindeverwaltung gegründet, wurden sie im Jahre 1931 aus den Verwaltungen ausgegliedert und rechtlich verselbstständigt.² Die heutigen Sparkassen in Deutschland werden in öffentlich-rechtliche (529 Institute) und freie Sparkassen (8 Institute) unterschieden.³ Träger der öffentlich-rechtlichen Sparkassen sind Gemeinden, Ämter, Kreise und Zweckverbände.⁴

¹ Vgl. Schierenbeck, H. (2001c), S. 199; Rolfes, B./Kirmße, St. (2000), S. 343 ff.

² Zu der Entwicklungsgeschichte der Sparkassen vgl. Schierenbeck, H./Hölscher, R. (1998), S. 85 ff.

³ Stand: Ende 2001, vgl. Hoppenstedt Firmeninformationen GmbH (Hrsg.) (2001a), S. V 30 f.; Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2002b), S. 24.

⁴ Die freien Sparkassen sind mehrheitlich als Vereine bürgerlichen Rechts oder Stiftungen gegründet. Obgleich sie in ihrer grundsätzlichen Geschäftstätigkeit mit den öffentlich-rechtlichen Sparkassen übereinstimmen, unterliegen sie nicht dem öffentlichen Recht, sondern dem Privatrecht (vgl. Grill, W./Perczynski, H. (1998), S. 44-46). Die nachfolgend dargestellten geschäftspolitischen Beschränkungen gelten somit ausschließlich für die öffentlich-rechtlichen Sparkassen.

Auf der Grundlage ihrer historischen Entwicklung und der durch den Gesetzgeber gestalteten Rahmenbedingungen verfolgen öffentlich-rechtliche Sparkassen mit ihrer Geschäftstätigkeit drei zentrale Ziele:¹

- **Erfüllung des öffentlichen Auftrags:** Grundgedanken sind die Förderung des Sparsinns und der Vermögensbildung sowie die Kreditversorgung der lokalen mittelständischen Wirtschaft und finanziell schwächerer Bevölkerungskreise.
- **Übernahme von Gemeinwohlaufgaben:** Hierzu zählen Gewinnausschüttungen an die Gewährträger oder direkte Spenden für gemeinnützige, soziale und kulturelle Zwecke.
- **Gewinnerzielung als Nebenbedingung:** Obgleich Gewinnmaximierung als eigenständiges Ziel aufgrund des Gemeinnützigkeitsprinzips der Sparkassen gesetzlich ausgeschlossen ist, sind Gewinne Grundvoraussetzung zur Verfolgung der übrigen Ziele.

Bei der Verfolgung der Ziele hat sich die öffentlich-rechtliche Sparkasse an Prinzipien zu orientieren, die den Aktionsradius der Geschäftstätigkeit zusätzlich reglementieren:²

- **Regionalprinzip:** Kredite werden grundsätzlich nur an Personen oder Unternehmen mit Sitz oder Niederlassung innerhalb des in der Sparkassensatzung festgelegten Gebietes (Satzungsgebiet) gewährt.³
- **Verbundprinzip:** Sparkassen bieten Produkte und Dienstleistungen der für sie zuständigen Einrichtungen der Sparkassenorganisation an, die subsidiär in vertikaler Arbeitsteilung vom Verbund vorgehalten werden.⁴
- **Enumerationsprinzip:** Hiernach sind für Sparkassen grundsätzlich alle Geschäfte verboten, die nicht ausdrücklich erlaubt sind.⁵

Vor dem Hintergrund der Entwicklungsgeschichte und den dargestellten Rahmenbedingungen kann zunächst festgestellt werden, dass Sparkassen nicht auf eine reine Maximierung des Shareholder-Value fixiert sind, sondern vom Grundsatz eher einen pluralistisch ausgerichteten **Stakeholder-Value-Ansatz** verfolgen.⁶ Die Ausrichtung an den

¹ Vgl. Büschgen, H. E. (2000), S. 580-581; Schierenbeck, H./Hölscher, R. (1998), S. 85.

² Der Geschäftsauftrag der Sparkassen wird zusätzlich zu diesen Prinzipien durch das Sparkassengesetz, die Sparkassenverordnung sowie durch die Satzung der einzelnen Institute spezifiziert, welche nachfolgend jedoch nicht weiter vertieft werden.

³ Vgl. z. B. § 3 der Sparkassenverordnung von Nordrhein-Westfalen.

⁴ Vgl. Büschgen, H. E. (2000), S. 581.

⁵ Vgl. Schierenbeck, H./Hölscher, R. (1998), S. 86.

⁶ Vgl. Amely, T. (1997), S. 279.

involvierten Anspruchsgruppen setzt dennoch betriebswirtschaftliche Effizienz und Rentabilität voraus, so dass kein grundsätzlicher Widerspruch zu der dargestellten Ertrags- und Shareholder-Value-Orientierung besteht. Es ist im Gegenteil darauf zu achten, dass die spezifischen Aufgaben nicht als Deckmantel für einen Verstoß gegen das Primat der Rentabilität missbraucht werden.¹ In der jüngsten politischen Diskussion ist zudem eine Verschiebung zu einem mehr betriebswirtschaftlichen Verständnis im Hinblick auf eine höhere Gewinnbeteiligung der Gewährträger feststellbar, wodurch der öffentliche Auftrag zwangsläufig in den Hintergrund rückt.²

Angesichts der wirtschaftlichen Situation im deutschen Mittelstand und der nachhaltigen Veränderungsdynamik (vgl. 1. Teil: B.) kann PE als **zeitgemäße Interpretation des öffentlichen Auftrags** verstanden werden, da durch die Bereitstellung von Beteiligungskapital ein Beitrag dazu geleistet werden kann, regionale Strukturnachteile auszugleichen und Arbeitsplätze nachhaltig zu sichern.³ Ein Geschäftsfeld PE ist daher vom Grundsatz mit den vorgestellten spezifischen Rahmenbedingungen vereinbar. Dies dokumentiert sich u. a. auch darin, dass die hinsichtlich des PE-Geschäfts ursprünglich sehr restriktiv formulierten Sparkassenverordnungen nunmehr weite Gestaltungsräume eröffnen.⁴ Die intensiven PE-Aktivitäten der Sparkassen können als faktischer Beleg für die Zielkonformität gewertet werden.

b) Geschäftsauftrag der Kreditgenossenschaften

Auch bei den Kreditgenossenschaften ist der spezifische Geschäftsauftrag in den historischen Ursprüngen begründet. Als Reaktion auf die starken Strukturwandlungen im Zuge der fortschreitenden Industrialisierung kam es Mitte des 19. Jahrhunderts zu den ersten Gründungen von Kreditgenossenschaften. Zwischen den Sparkassen, die vorrangig als Einlageninstitut der Arbeiterschicht dienten, und den Kredit- und Privatbanken, welche die Geschäftstätigkeit in erster Linie auf die prosperierende Industrie und das Großbürgertum ausrichteten, bestand eine Marktnische, die von den Kreditgenossenschaften sukzessive ausgefüllt wurde.⁵ Während sich die Volksbanken auf die Unterstützung von Handwerk und Gewerbe fokussierten, sind die Raiffeisenbanken von ihrer Entstehung

¹ Vgl. Amely, T. (1997), S. 279.

² Vgl. Büschgen, H. E. (2000), S. 582.

³ Vgl. Stedler, H. R. (1993), S. 347 ff.; Brockhausen, J. (1984), S. 349 ff.

⁴ Vgl. Walter, J. (1994), S. 302.

⁵ Vgl. Schröder, J. (1997), S. 131.

her ländliche Kreditgenossenschaften. 1972 kam es zu einer organisatorischen Vereinigung der gewerblichen und ländlichen Kreditgenossenschaften.¹

Vor dem Hintergrund der Entstehungsgeschichte liegen dem Geschäftsbetrieb einer Genossenschaftsbank drei zentrale **Organisationsprinzipien** zugrunde:²

- **Selbsthilfe:** Durch den gemeinschaftlichen Geschäftsbetrieb soll ein wirtschaftlicher Nutzen für die Mitglieder erzielt werden.
- **Selbstverwaltung:** Mitwirkungs- und Mitentscheidungsmöglichkeiten folgen dem Grundsatz „ein Mitglied – eine Stimme“.
- **Selbstverantwortung:** Die Mitglieder sind dazu verpflichtet, für die Verbindlichkeiten der Genossenschaft einzustehen.

Das Prinzip der Selbsthilfe wird explizit durch § 1 GenG kodifiziert, der die unmittelbare **Förderung** des Erwerbs und der Wirtschaft der Mitglieder bei nicht geschlossener Mitgliederzahl vorschreibt. Der Förderauftrag ist die rechtliche Grundlage einer Genossenschaft; Abweichungen hiervon könnten theoretisch sogar dazu führen, dass die Genossenschaft gemäß § 81 Abs. 1 GenG von Amts wegen aufgelöst wird.³ Dabei verzichtet der Gesetzgeber jedoch auf eine Präzisierung, wie die Förderung der Mitglieder konkret auszusehen hat. Gängige Interpretationen des unbestimmten Rechtsbegriffs definieren Förderung als einen Mehrwert für Mitglieder, der aus drei Merkmalen des Leistungsangebots resultieren kann:⁴

- Angebot von Leistungen, welche die Mitglieder **anderweitig nicht erhalten**
- Angebot **qualitativ überlegener** Leistungen
- Angebot **preislich** überlegener Leistungen

Für die Kreditgenossenschaften in dem heutigen Bankenumfeld ist es deutlich schwieriger geworden, eine nachhaltige Mitgliederförderung zu betreiben. Eine mitgliederbevorzugende Differenzierung des Leistungsangebots zwischen Mitgliedern und „Nur-Kunden“ ist in realiter kaum festzustellen. Während früher die Vergabe von Krediten nur an Mitglieder möglich war, wurde die Angebotsdifferenzierung qua Rechtsvor-

¹ Ebenfalls zum Kreditgenossenschaftssektor zählen die Sparda-Banken, welche aus den früheren Eisenbahn-Spar- und Darlehenskassen hervorgegangen sind. Zur Entstehungsgeschichte der Kreditgenossenschaften siehe ausführlich Schierenbeck, H./Hölscher, R. (1998), S. 79-85 sowie Grill, W./Perczynski, H. (1998), S. 47 f.

² Vgl. Boersch, C. (1998), S. 19-21.

³ Vgl. Schröder, J. (1997), S. 127-169; Boersch, C. (1998), S. 20.

⁴ Vgl. Hahn, O. (1980), S. 19; Schneider, J. (1989), S. 176-178.

schrift mit der Genossenschaftsgesetz-Novelle von 1973 vollständig aufgehoben.¹ Hinzu kommt, dass das Leistungsangebot der Kreditgenossenschaften sowohl qualitativ als auch von der Preisgestaltung mit dem Angebot der Wettbewerber weitgehend vergleichbar ist, so dass der Generierung ökonomisch wirksamer Vorteile deutliche Grenzen gesetzt sind.²

Da durch ein Leistungsangebot PE im Regelfall die wirtschaftliche Situation der genossenschaftlichen Mitglieder begünstigt wird, ist von einer Zielkonformität in Bezug auf den Förderauftrag grundsätzlich auszugehen. Dies ist insbesondere dann zu konstatieren, wenn die Mitglieder die Stärkung ihrer Eigenkapitalbasis anderweitig nicht erhalten könnten. PE ist daher als **moderne Version des genossenschaftlichen Selbsthilfeprinzips** zu interpretieren.³

Für die Kreditgenossenschaften gilt analog zu den Sparkassen, dass der spezifische Geschäftsauftrag nicht im Widerspruch zur Ertrags- und Shareholder-Value-Orientierung steht. Die ökonomischen Ziele sind vielmehr die *conditio sine qua non*, um den Förderauftrag überhaupt erfüllen zu können; sie besitzen somit auch für Kreditgenossenschaften oberste Priorität. Ein Geschäftsfeld PE muss sich daher auch aus der Perspektive von Kreditgenossenschaften zunächst an ökonomischen Zielvorgaben messen lassen.

Bei der Ausgestaltung des Geschäftsfeldes ist darüber hinaus zu berücksichtigen, dass sich Kreditgenossenschaften – analog zum Sparkassensektor – an dem Regional- und Verbundprinzip orientieren.⁴

¹ Vgl. Schierenbeck, H./Hölscher, R. (1998), S. 81.

² Vgl. Grosskopf, W. (1990), S. 69-98.

³ Vgl. Stedler, H. R. (1993), S. 347 ff.; Boersch, C. (1998), S. 269-274; Schröder, J. (1997), S. 127-169; Schneider, J. (1989), S. 176-178.

⁴ Vgl. Monßen, H.-G. (1996), S. S. 88 ff.

II. Strategiekonzeption

1. Konzept komparativer Konkurrenzvorteile

Die systematische Entwicklung und/oder Sicherung komparativer Konkurrenzvorteile (KKVs) ist, wie die dargestellte Triade, ebenfalls ein **integraler Bestandteil des Konzepts des Ertragsorientierten Bankmanagements**.¹ Der Bezugsrahmen für die geschäftspolitische Grundsatzentscheidung für oder wider ein Geschäftsfeld PE wird durch das KKV-Konzept entsprechend erweitert.

Das Konzept komparativer Konkurrenzvorteile basiert auf dem Grundgedanken, dass ein Unternehmen nur dann langfristig am Markt erfolgreich bestehen kann, wenn das eigene Leistungsangebot im (subjektiven) Wahrnehmungsfeld des Kunden als insgesamt überlegen im Vergleich zum Angebot der Wettbewerber im relevanten Markt angesehen wird. KKV's können sowohl **leistungs-** als auch **preisinduziert** sein (Abbildung 71).

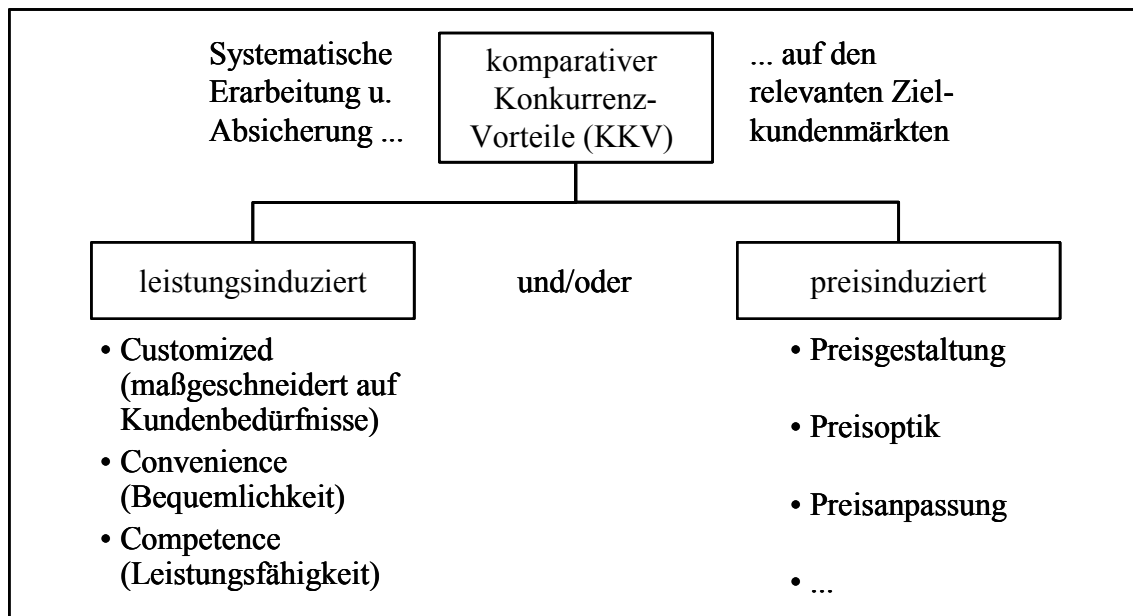


Abbildung 71: Das Konzept komparativer Konkurrenzvorteile²

Die leistungsinduzierte KKV-Position („besser“) bezieht sich im Wesentlichen auf die Erfüllung der **drei großen „C“**: **Customized, Convenience** und **Competence**.³ Ersteres beschreibt die Fähigkeit, das eigene Leistungsangebot auf die individuellen Kundenbedürfnisse maßzuschneidern. „Convenience“ umfasst alle Leistungsspezifikationen, die im Zusammenhang mit der Bequemlichkeit für den Kunden bei der Abwicklung der

¹ Vgl. Schierenbeck, H. (2001a), S. 535-537.

² In Anlehnung an Wöhle, C. B. (1999), S. 136; Schierenbeck, H. (2001a), S. 536.

³ Vgl. Schierenbeck, H. (2001a), S. 536.

Bankgeschäfte stehen. „Competence“ steht schließlich als Maß für die Leistungsfähigkeit des Kreditinstituts.¹

Preisinduzierte KKV's („günstiger“) können aus der Gestaltung der **Preispolitik** resultieren. Neben den effektiven Preisen, die für ein Leistungsangebot verlangt werden, sind die Wahrnehmung von Preisen (Preisoptik) sowie die Preisanpassung im Zuge von veränderten Rahmenbedingungen aktiv zu gestalten, da alle diese Einflussgrößen das vom Kunden wahrgenommene Preis-/Leistungsverhältnis determinieren.²

Im Prinzip bietet somit jeder Wettbewerbsparameter Ansatzpunkte zur Erzielung eines KKV. Damit ein Leistungsmerkmal jedoch zu einem echten KKV wird, müssen verschiedene Anforderungen erfüllt sein.³ Die Grundvoraussetzung ist, dass es sich um einen Wettbewerbsvorteil bei einem aus Kundensicht **kaufrelevanten** Merkmal handelt. Weiterhin muss der Vorteil vom Kunden **wahrgenommen** werden. Produktvorteile, die vom Kunden nicht oder als irrelevant wahrgenommen werden, tragen nicht dazu bei, die Wettbewerbsposition zu stärken und sind folglich nicht als KKV's zu bezeichnen. Schließlich muss es sich um einen **nachhaltigen** Wettbewerbsvorteil handeln, d. h. er darf nicht kurzfristig von den Wettbewerbern imitierbar und somit einholbar sein. Eine Preissenkung etwa, die nicht auf strukturellen Kostenvorteilen basiert, ist kein dauerhafter Wettbewerbsvorteil, da die Mitbewerber in der Lage sind, dieses Leistungsmerkmal schnell zu imitieren.⁴

Vom KKV zu differenzieren ist der Begriff des **Anbietervorteils**. Dieser bezeichnet einen aus Unterschieden in den Unternehmenspotenzialen und -prozessen resultierenden Vorteil gegenüber den Wettbewerbern.⁵ Ein Anbietervorteil ist für sich genommen noch kein KKV, begünstigt aber dessen Aufbau.

Das Streben nach einer KKV-Position darf nicht damit gleichgesetzt werden, den Kundennutzen zu Lasten der Rentabilität zu maximieren.⁶ Ausschlaggebend ist lediglich die **relative Position** im (subjektiven) Wahrnehmungsfeld des Kunden im Vergleich zu den

¹ Hierunter können auch die Reaktions-, Bearbeitungs- und Entscheidungszeiten gefasst werden.

² Es sei darauf hingewiesen, dass ein als überlegen wahrgenommenes Preis-Leistungsverhältnis eine KKV-Position begründen kann, auch wenn bei isolierter Betrachtung der Leistungs- und Preisdimension kein Wettbewerbsvorteil vorliegt. Zur kundenindividuellen Gewichtung von Preis- und Leistungsmerkmalen vgl. Wöhle, C. B. (1999), S. 138-143.

³ Vgl. Backhaus, K. (1999), S. 34-36.

⁴ Vgl. Wöhle, C. B. (1999), S. 138.

⁵ Vgl. Plinke, W. (1995), S. 86 f.

⁶ Vgl. Backhaus, K. (1999), S. 31 f.

Wettbewerbern.¹ Strenge Nebenbedingung für die Ausgestaltung der Wettbewerbsstrategie ist stets das Primat der Rentabilität.

Für ein erfolgreiches KKV-Management ist die Erkenntnis von großer Bedeutung, dass echte KKV nur im begrenzten Maße gleichzeitig bei mehreren Leistungsmerkmalen zu erreichen sind.² Das Ziel, überall besser sein zu wollen, scheitert oftmals an den beschränkten Ressourcen und der Wettbewerbsintensität. Es besteht bei dieser Zielsetzung im Gegenteil die Gefahr, letztlich keinen wirklichen KKV und damit insgesamt nur Mittelmaß zu erreichen. Es empfiehlt sich daher die Konzentration auf einige wenige Wettbewerbsparameter (**Konzentrationsprinzip**).³ Die Auswahl der zum Aufbau bzw. zur Sicherung eines KKV zu optimierenden Parameter sollte sich dabei – wenn bekannt und möglich – an der Bedeutung der einzelnen Leistungsmerkmale aus Kundensicht orientieren (**Konsistenzprinzip**).⁴

Die Bestimmungsfaktoren eines KKV bewegen sich somit im Spannungsfeld zwischen den Bedürfnissen und Problemen der Zielkunden, den eigenen Potenzialen und Leistungsangeboten zur Problemlösung und den Potenzialen und Leistungsangeboten der relevanten Wettbewerber (vgl. Abbildung 72). Ebenso in die Betrachtung aufzunehmen sind die (potenziellen) Kooperationspartner sowie sonstige Marktteilnehmer (z. B. staatliche Fördergesellschaften). Den ersten Schritt der Strategiekonzeption bildet daher die Abgrenzung des relevanten Marktes.

¹ Dem Ziel einer langfristigen Kundenbindung folgend und vor dem Hintergrund einer fortschreitenden Sophistizierung auf der Kundenseite reicht es in aller Regel nicht aus, nur einen subjektiven Eindruck der Überlegenheit zu erzeugen. Der KKV sollte möglichst einer objektiven Überprüfung standhalten (vgl. Schierenbeck, H. (2001a), S. 536).

² Zum empirischen Beleg vgl. Aaker, D. A. (1988), S. 205 f.

³ Vgl. Backhaus, K. (1995), S. 31 f.

⁴ Vgl. Simon, H. (1988), S. 5 f.

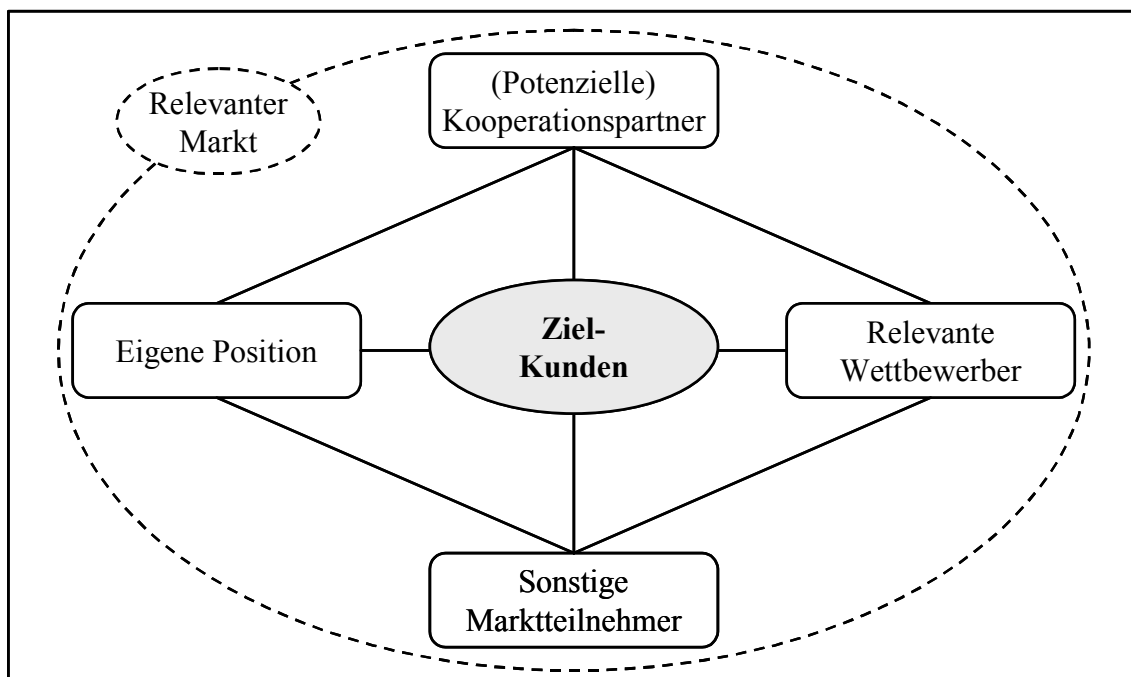


Abbildung 72: Bestimmungsfaktoren eines komparativen Konkurrenzvorteils

2. Abgrenzung des relevanten Marktes

Die Abgrenzung des relevanten Marktes entspricht der Beantwortung der Frage, welche Märkte mit welchen Marktteilnehmern und Kundenbedürfnissen Ziel der unternehmerischen Aktivitäten sein sollen („**Where to Compete**“).¹

Bereits im ersten Teil wurden als für die Untersuchung relevante Zielkunden die Firmenkunden regionaler Kreditinstitute gemäß Arbeitsdefinition festgelegt. Die weitere Eingrenzung des Zielkundensegments orientiert sich nachfolgend zunächst an der Einschätzung der Marktchancen regionaler Kreditinstitute gemäß empirischer Erhebung (vgl. vorheriges Kapitel). Aufgrund positiv beurteilter Marktchancen können das **Startup-Segment** und die **Expansionsfinanzierung** dem relevanten Markt zugeordnet werden. Ein differenzierteres Bild zeigt sich bei den Teilsegmenten der Brückenfinanzierung. Die Marktchancen im Rahmen des **Unternehmensverkaufs (Nachfolgeproblem)** wurden als hoch eingestuft, die der verschiedenen **Buyout-Varianten** neutral bis positiv und die der Going-Public-Brückenfinanzierung schließlich negativ. Die übrigen Teilsegmente wurden durchweg negativ beurteilt und werden somit als nicht relevant angenommen.

Abbildung 73 visualisiert, wie sich die Abgrenzung des relevanten Marktes nach Kundengruppen und Finanzierungsanlässen darstellt. Neben den **KMU**, zu denen hier auch

¹ Vgl. hierzu ausführlich Backhaus, K. (1999), S. 203-229.

die Freiberufler gezählt werden, umfasst der relevante Markt in der Start-up-Finanzierung auch **einen Teil des Privatkundensegments**.¹

Institutionelle Kunden							
Großunternehmen							
Mittlere Unternehmen (inkl. Freiberufler)							
Kleine Unternehmen (inkl. Freiberufler)							
Privatkunden							
	Seed	Start-up	Expansion	U.verkauf, Buyout/in	Going Public	Turn-Around	Going Private

Abbildung 73: Abgrenzung des relevanten Marktes nach Kundengruppen und Finanzierungsanlässen

Zur vollständigen Abgrenzung des relevanten Marktes sind neben Zielkunden und den relevanten Leistungsangeboten auch die Wettbewerber und potenziellen Kooperationspartner zu identifizieren. Wählt man als Betrachtungsfokus die PE-Finanzierungen in der Gesamtheit, so sind alle nationalen und internationalen PEG (Independents, Captives, Semi-Captives) **relevante Wettbewerber**, die eigenständig oder im Zuge des Co-Venturing im Geschäftsgebiet des regionalen Kreditinstituts tätig sind. Ebenfalls als relevante Wettbewerber zu betrachten sind die Investoren, die direkte Beteiligungsinvestments (im Geschäftsgebiet) tätigen. Dies umfasst private Investoren (Business Angels), industrielle Direktinvestoren sowie Banken (insbesondere Investment Banken) und Versicherungen, die das PE-Geschäft nicht organisatorisch ausgegliedert haben.

Vor dem Hintergrund eines möglichen Engpasses im Beteiligungszugang sowie im Hinblick auf die anzustrebende Kostendegression und Risikodiversifikation sind vom Grundsatz alle Wettbewerber gleichzeitig auch **potenzielle Kooperationspartner**. Als

¹ Zwar beginnt die Start-up-Phase definitorisch mit der Unternehmensgründung; die Geschäftsanbahnung einer Start-up-Finanzierung ist im Regelfall jedoch zeitlich vorgelagert (vgl. 2. Teil: A. II.).

sonstige Marktteilnehmer und prädestinierte Kooperationspartner sind die verschiedenen Träger des staatlichen Förderangebots zu ergänzen.

Es stellt sich bereits auf dieser Ebene die Frage, ob es sinnvoll ist, die Start-up-Finanzierung und die im Unternehmenslebenszyklus nachgelagerten Teilsegmente in zwei eigenständige Einheiten zu separieren.¹ Für eine organisatorische Umsetzung der **differenzierten Marktbearbeitung** spricht, dass sich die Teilsegmente hinsichtlich Kundengruppen und -bedürfnissen deutlich voneinander unterscheiden und somit unterschiedliche Anforderungen an die Leistungsfähigkeit des Beteiligungsinvestors implizieren. Eine organisatorische Trennung würde entsprechende Spezialisierungseffekte begünstigen. Gegen eine Trennung sprechen nicht zuletzt Kosten- und Risikoaspekte. Zudem kann eine differenzierte Marktbearbeitung auch innerhalb einer PEG realisiert werden. In die gleiche Richtung geht die Fragestellung, ob es zweckmäßig ist, den relevanten Markt weiter nach Branchen zu differenzieren. Auch die geografische Ausrichtung der Geschäftstätigkeit ist – trotz des Regionalprinzips – kritisch auf den Prüfstand zu stellen, da, wie bereits dargestellt wurde, der Deal Flow zu einem relevanten Engpass im PE-Geschäft werden kann. Die verschiedenen Fragestellungen, die sich unmittelbar auf die Definition des relevanten Marktes beziehen, werden in den nachfolgenden Ausführungen erneut aufgegriffen und fundiert, wenn es darum geht, die Strategieüberlegungen zu konkretisieren und Aspekte der strategiekonformen Organisation zu erörtern.

3. Vertiefende Analyse der Kundenbedürfnisse

Erst vor dem Hintergrund bekannter Kundenbedürfnisse können die eigenen Potenziale und die der Wettbewerber sinnvoll bewertet werden, um darauf aufbauend die Marketingstrategie zu entwickeln. Ziel der nachfolgenden Betrachtungen ist es daher, die relevanten Kundenbedürfnisse offen zu legen.

Das Basisbedürfnis „Eigenkapitalfinanzierung“ wurde im Rahmen der Arbeit bereits aus verschiedenen Perspektiven betrachtet. Unterschiedliche Ausprägungen der Kundenbedürfnisse können insbesondere in Abhängigkeit der jeweiligen Unternehmenslebensphase identifiziert werden. Die reine Bereitstellung von Finanzierungsmitteln ist dabei eine relativ homogene Leistung.² Für die weitere Analyse ist es von Interesse, welche über die reine Finanzierungsfunktion hinausgehenden Produkt- und Anbieterspezifika **kaufverhaltensrelevant bzw. kaufentscheidend** sind. Hierzu werden nachfolgend einzelne Ergebnisse aus einer von PricewaterhouseCoopers im Jahre 2000 durchgeführten Studie herangezogen, im Rahmen derer der Einfluss von PE auf die Beteiligungsunternehmen

¹ Eine solche Trennung entspricht der Untergliederung in VC i. e. S. und sonstigen PE-Finanzierungen (vgl. 1. Teil: C. II. 1.).

² Vgl. Rometsch, S. (1998), S. 262.

und die deutsche Wirtschaft untersucht wurde.¹ Die Reihenfolge der Betrachtungen orientiert sich am PE-Wertschöpfungsprozess.

a) Kontaktwege

Die von den PU gewählten Wege der Kontaktaufnahme zu den PEG bringen eine Präferenz im Rahmen des Kaufverhaltens zum Ausdruck und ermöglichen somit Rückschlüsse auf – zum Teil latente – Bedürfnisse der PU. Wie der Abbildung 74 zu entnehmen ist, dominiert die **direkte Kontaktaufnahme** zu den PEG mit einem Anteil von 35,1 % die übrigen Kontaktformen. Dies unterstreicht die im ersten Teil der Arbeit herausgestellte Entwicklung einer zunehmenden Emanzipation und Souveränität in Fragen der Unternehmensfinanzierung.²

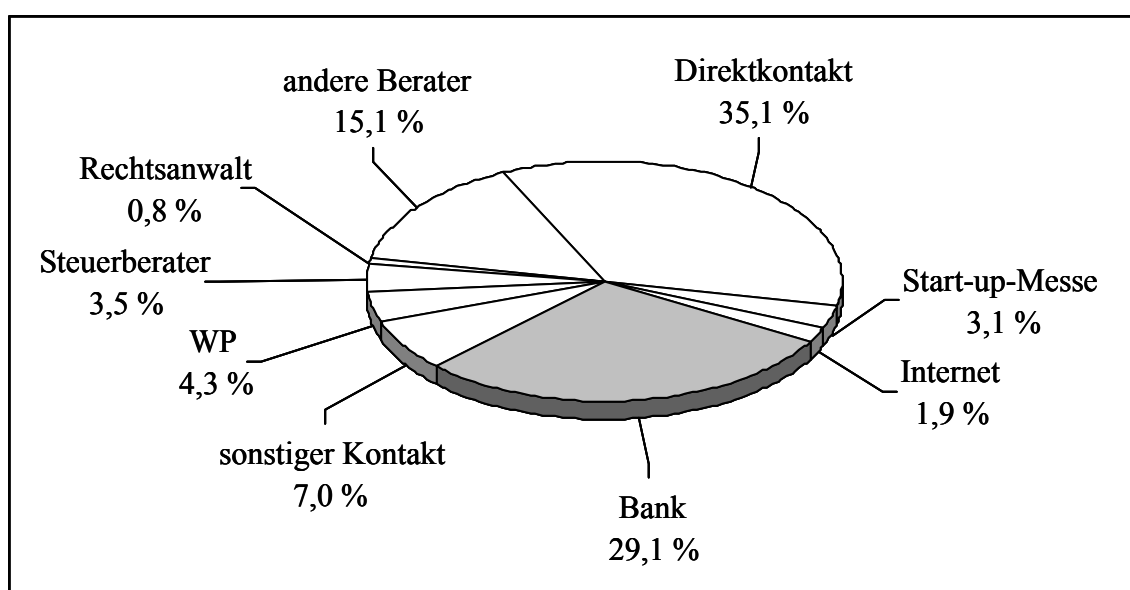


Abbildung 74: Wege der Kontaktaufnahme mit Private-Equity-Gesellschaften³

Die **Kontaktaufnahme über Banken** besitzt (noch) eine annähernd ähnliche Bedeutung (29,1 %). Dieser Kontaktweg erscheint grundsätzlich als der plausibelste, besitzen Banken im Durchschnitt doch einen erheblichen Anteil an der Unternehmensfinanzierung, weshalb sie in Finanzierungsfragen stets ein erster Ansprechpartner für ihre Firmenkunden sein sollten.

¹ Vgl. Weber, T. (2001), S. 19 ff. Es wurden insgesamt 1.333 Fragebogensets an die Mitglieder des BVK versendet. Die PEG sollten für jedes PU einen Fragebogen ausfüllen. Letztere wurden dann ebenfalls zu einer Stellungnahme aufgefordert. Die Datenbasis umfasst insgesamt 246 Datensätze und kann als repräsentativ für die Struktur der deutschen PU angesehen werden.

² Siehe 1. Teil: B. II. 3.

³ Vgl. Weber, T. (2001), S. 28.

Die anderen Kontaktwege verteilen sich im Wesentlichen auf die übrigen in den Finanzierungsprozess eines Unternehmens involvierten Berater und Institutionen. Einen sehr geringen Stellenwert als Kontaktweg besitzen Start-up-Messen sowie das Internet. Dies unterstreicht den Charakter des PE-Marktes als eines von persönlichen Beziehungen geprägten Geschäfts.¹

b) Auswahlkriterien

Betrachtet man die Entscheidungskriterien, die bei der Auswahl einer PEG aus Sicht der PU relevant sind (vgl. Abbildung 75), so fällt auf, dass das **Vertrauen** zu einer PEG das mit Abstand bedeutendste Auswahlkriterium darstellt. 67,4 % aller PU bezeichneten dieses Kriterium als relevant. Vertrauen – basierend auf Erfahrungen oder auch antizipierend – wird in weiten Teilen durch die handelnden Personen determiniert. Dies unterstreicht erneut die Bedeutung der persönlichen Beziehungen für die Auswahl des PE-Finanzierungspartners.

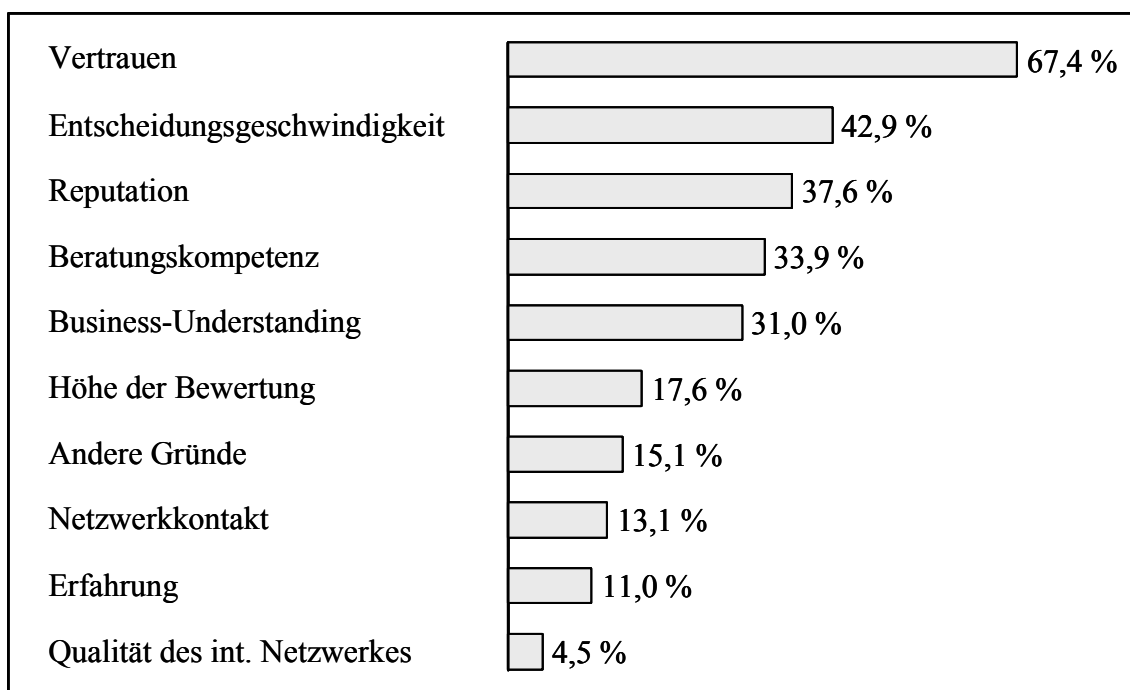


Abbildung 75: Relevante Entscheidungskriterien bei der Auswahl von Private-Equity-Gesellschaften aus der Sicht von Portfoliounternehmen²

In der Bedeutung an zweiter Stelle stehend ist die **Entscheidungsgeschwindigkeit**. Vor dem Hintergrund, dass PE regelmäßig in besonderen, vom stetigen Entwicklungspfad

¹ Vgl. Weber, T. (2001), S. 28.

² Vgl. ebenda, S. 27.

abweichenden Unternehmensphasen zum Einsatz gelangt, ist es verständlich, dass „Zeit“ aus Sicht der PU zu einem kritischen Faktor wird.

37,6 % aller PU betrachten die **Reputation** der PEG als relevantes Auswahlkriterium. Trotz großer Gemeinsamkeiten mit dem Merkmal „Vertrauen“ richtet sich hier der Fokus weniger auf die handelnden Personen und stattdessen mehr auf den sogenannten „Track Rekord“ einer PEG, sprich auf die Referenzen und Erfahrungswerte aus vergangenen Geschäftsbeziehungen.¹ Neben dem damit verfolgten Ziel einer insgesamt möglichst erfolgreichen PE-Finanzierung dient die Hereinnahme einer renommierten PEG oftmals auch einer grundsätzlichen Überprüfung des eigenen Konzepts („Proof of Concept“).²

Die **Beratungskompetenz** der PEG sehen rund ein Drittel der PU als relevant an. Die Aussage unterscheidet jedoch nicht zwischen ausschließlich finanzieller und grundsätzlicher betriebswirtschaftlicher Managementberatung. Es ist zu vermuten, dass sich die Anforderungen an die Beratungskompetenz nach Unternehmenslebensphasen differenziert deutlich voneinander unterscheiden.³ Für 31,0 % der PU ist es bedeutend, dass die PEG ein entsprechendes **Business-Understanding** besitzt, was auf einen entsprechenden fachlichen Beratungsbedarf schließen lässt.

Von den zu beurteilenden Kriterien ist die **Höhe der Bewertung** das einzige Merkmal, welches die Preis-Sensitivität der PU – zumindest indirekt – widerspiegelt. Die Erkenntnis, dass nur 17,6 % der PU dieses Kriterium als relevant betrachten, ist daher umso mehr von herauszustellender Bedeutung. Über die Ursache dieser Einschätzung können verschiedene Mutmaßungen aufgestellt werden. Möglich, aber eher unwahrscheinlich ist, dass die PU die Bewertungen als vornehmlich marktgegeben betrachten und dementsprechend keine größeren Bewertungsunterschiede erwarten, so dass dieses Kriterium grundsätzlich kaum Entscheidungsrelevanz besitzt. Eine andere Ursache könnte sein, dass sich der PE-Markt in den vergangenen Jahren zu einem Käufermarkt entwickelt hat, auf welchem die potenziellen PU ihre eigenen Bewertungsvorstellungen gut realisieren können.⁴ Der hohe Anteil an nicht investiertem Kapital am gesamten Fondsvolumen deutscher PEG stützt diese Überlegung grundsätzlich.⁵ Dagegen sprechen jedoch die hohen Ablehnungsquoten seitens der PEG im Rahmen der Grobanalyse

¹ Vgl. Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (2000b), S. 11.

² Vgl. Weber, T. (2001), S. 28.

³ Für eine ausführliche Darstellung der mit den Finanzierungsphasen variierenden Kundenbedürfnissen siehe 2. Teil: A. II.

⁴ Vgl. Zemke, I. (1998), S. 213.

⁵ Siehe 2. Teil: C. I. 1.

und der Due Diligence.¹ Schließlich – und das ist subjektiv die plausibelste Erklärung – könnte die relativ geringe Bedeutung der Bewertungshöhe darin begründet liegen, dass die dominierenden **Interessenschwerpunkte** in der **maßgeschneiderten Finanzierungskonzeption**, der **individuellen Beratung** und der **friktionsfreien Realisierung der Finanzierung** liegen. Die Befriedigung dieser – sich hinter den Auswahlkriterien verbergenden – Bedürfnisse wird mit entsprechenden Preisspielräumen honoriert. Wie im Rahmen der bisherigen Ausführungen vielfach herausgestellt und von Seiten der regionalen Kreditinstitute bestätigt wurde, sind es insbesondere die Spezialdienstleistungen, die hohe Margen ermöglichen.

Von den übrigen, untergeordneten Auswahlkriterien ist im Hinblick auf die weiteren Analysen insbesondere auf das Merkmal „**Erfahrung**“ hinzuweisen, welches nur 11,0 % der PU als relevant erachten. Zwar steht diese Einschätzung in einem gewissen Widerspruch zur Beurteilung des Kriteriums „Reputation“; es zeigt jedoch, dass neu gegründete PEG nicht mit grundsätzlichen Wettbewerbsnachteilen behaftet sind.

c) Beanspruchte Unterstützungsleistungen

Abbildung 76 gibt wieder, welche Unterstützungsleistungen die befragten PU neben der reinen Beteiligungsfinanzierung in Anspruch nehmen.

Drei Viertel aller PU nutzen PEG als **kompetenten Diskussionspartner**. Auch ohne eine nähere Differenzierung, ob die Diskussionen eher finanzierungstechnischer oder fachlicher Art sind, unterstreicht dies abermals die besondere Bedeutung persönlicher Beziehungen zwischen den handelnden Personen. Vermutlich wird der Schwerpunkt der Diskussionen im Bereich der **Finanzberatung** liegen. 56 % der PU geben an, diese Unterstützungsleistung von Seiten der PEG zu nutzen.

Obwohl dem **Netzwerk** der PEG bei der Auswahl der Gesellschaft eine eher untergeordnete Bedeutung zukommt (vgl. Abbildung 75), nutzen dennoch 45,6 % der PU die Kontaktvermittlung. Einen ähnlichen Stellenwert besitzt die Unterstützung als **Ideenquelle**.

Mehr als ein Drittel der PU (36,0 %) gibt an, **Managementunterstützung** von Seiten der PEG zu erhalten. Ein solches Beziehungsmodell entspricht dem sogenannten „Hands-on-Approach“.² Ein wesentlicher Inhalt der Managementunterstützung ist die Ausgestaltung der **Unternehmensstrategie**. 32,9 % der PU nutzen die strategische Expertise der PEG für sich. Zwei Drittel der PU gestalten die PE-Finanzierung im We-

¹ Vgl. Sidler, S. (1997), S. 82-92; Schröder, Ch. (1992), S. 192; Stummer, F./Nolte, B. (2001), S. 381.

² Vgl. Levin, J. S. (1998), S. 2.

sentlichen als „Hands-off“-Finanzierung, d. h., dass sie in Managementfragen autark bleiben und kein aktives Mitwirken der PE-Manager erwarten resp. zulassen.

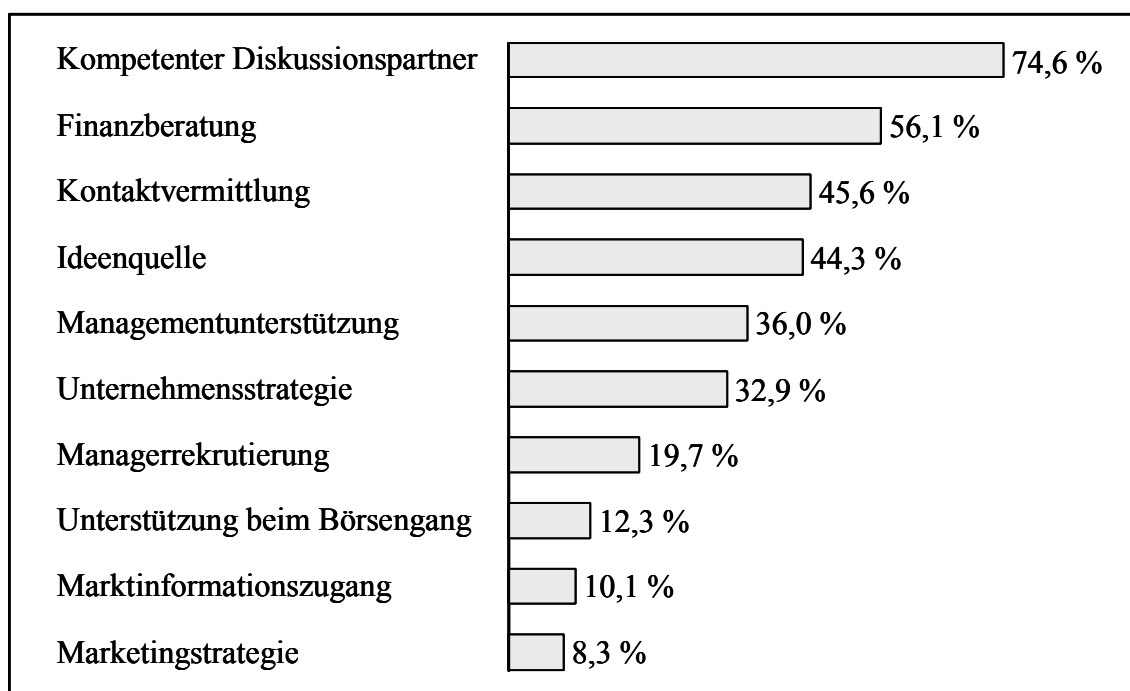


Abbildung 76: Unterstützungsleistungen durch Private-Equity-Gesellschaften¹

Die übrigen Unterstützungsleistungen sind von eher untergeordneter Bedeutung. Zu erwähnen ist jedoch, dass nur für 12,3 % der PU die Unterstützung beim **Börsengang** eine relevante Dienstleistung ist.

4. Konkretisierung der Wettbewerbsstrategie

Nachdem die kaufverhaltensrelevanten Kundenbedürfnisse vertieft wurden, geht es im nächsten Schritt um die Konkretisierung der Wettbewerbsstrategie. Diese Überlegungen sind eng mit der Frage verknüpft, welche grundsätzlichen Anbietervorteile und KKV-Potenziale ein Kreditinstitut im relevanten Markt besitzt. Hieraus lässt sich ableiten, welche Wettbewerbsposition angestrebt werden soll und welche KKV's zur Erreichung der Position aufgebaut bzw. gesichert werden sollen („**How to Compete?**“).² Wie dargestellt wurde, sind KKV's leistungs- und/oder preisinduziert und können theoretisch auf jeder Stufe des Wertschöpfungsprozesses bewirkt werden. Dieser Erkenntnis folgend orientiert sich die Strategiekonkretisierung an den einzelnen Stufen des PE-Wertschöpfungsprozesses und differenziert dabei zwischen der Leistungs- und der Preisdimension.

¹ Vgl. Weber, T. (2001), S. 27.

² Siehe hierzu ausführlich Backhaus, K. (1999), S. 229-262.

a) Leistungsbezogene KKV-Potenziale

Im Rahmen der Kapitalakquisition – der ersten Stufe des PE-Wertschöpfungsprozesses – können nur geringfügige leistungsbezogene Anbietervorteile und KKV-Potenziale identifiziert werden. Es bestehen auf der anderen Seite aber auch keine Wettbewerbsnachteile. Es ist grundsätzlich denkbar, dass die PEG regionaler Kreditinstitute als Captives **Zeitvorteile** gegenüber den Independents besitzen, da sie die Fondsmittel nur abrufen und nicht akquirieren müssen. Der hieraus resultierende Freiraum kann sich u. U. in einer intensiveren Betreuung der PU widerspiegeln. Fraglich ist jedoch, ob dieser theoretische Zeitvorteil von (potenziellen) Kunden wahrgenommen wird.

Ein weiterer Vorteil von Captives – speziell mit Banken- oder Versicherungshintergrund – ist, dass die **Finanzierung** im Regelfall **als solide** bezeichnet werden kann. Gerade vor dem Hintergrund einer nach Meilensteinen abgestuften PE-Finanzierung ist es für PU bedeutsam, dass die Finanzierung auch zu späteren Zeitpunkten sichergestellt ist. Die Solidität leistet einen Beitrag zur **Reputation** der PEG, welche gemäß der zuvor dargestellten Befragung von übergeordneter Bedeutung ist.

Gegenüber den direkten und speziell den nicht institutionellen Beteiligungsinvestoren können PEG als Finanzintermediäre regelmäßig **größere Volumina** darstellen, so dass sie bei einer Vielzahl von PE-Fällen von vornherein einen entscheidenden Wettbewerbsvorteil besitzen.

In dem sich anschließenden Prozessschritt Beteiligungsakquisition besitzen regionale Kreditinstitute gegenüber ihren Wettbewerbern sowohl Vor- als auch Nachteile. Der vermutlich bedeutendste Anbietervorteil ist der **enge Kontakt** zu den mittelständischen Firmenkunden. Während PEG ohne Bankenhintergrund primär Neukunden akquirieren müssen, können regionale Kreditinstitute den Deal Flow auch aus den Reihen ihrer Bestandskunden generieren. Trotz einer fortschreitenden Erosion des Hausbankprinzips sind sie für ihre Firmenkunden in Finanzierungsfragen nach wie vor wichtige Ansprechpartner. Wie dargestellt wurde, wird die Kontaktaufnahme zu PEG bei knapp einem Drittel aller PU über Kreditinstitute hergestellt. Bei einer proaktiven Bearbeitung des Geschäftsfeldes PE sollte dieser Anteil noch deutlich erhöht werden können. Die Ausgangsvoraussetzungen für eine offensive PE-Marktbearbeitung sind günstig, da die regionalen Kreditinstitute über die finanzwirtschaftliche Situation ihrer Firmenkunden gut informiert sind. Grundsätzlicher PE-Bedarf kann somit frühzeitig identifiziert und an die eigenen Leistungsangebote adressiert werden. Gerade vor dem Hintergrund von Basel II wird die Eigenkapitalbasis zunehmend in Kundengesprächen thematisiert, so dass sich zahlreiche Anknüpfungspunkte im Sinne eines Cross-Sellings bieten.¹ Ziel des

¹ Vgl. o. V. (2001c), S. 15.

eigenen Engagements muss es sein, den Kontakt zu anderen Finanzintermediären und Direktinvestoren von vornherein nicht erforderlich werden zu lassen.

Ein entscheidender Faktor ist dabei, inwieweit ein **Vertrauensverhältnis** zwischen der Bank und dem Firmenkunden gegeben ist. Soweit diese Voraussetzung erfüllt ist, was bei einer Hausbankverbindung normativ zu fordern ist, besteht gegenüber den Wettbewerbern im PE-Markt ein immenser Anbietervorteil, der – richtig umgesetzt – zum leistungsbezogenen KKV „**Kundennähe**“ ausgebaut werden kann.

Mögliche Nachteile im Rahmen der Beteiligungsakquisition können aus dem **Regionalprinzip** (Sparkassen und Kreditgenossenschaften) resultieren, da hierdurch der Deal Flow stark eingeschränkt wird. Dies verringert die Chancen, eine ausreichende Anzahl erfolgsversprechender PU zu identifizieren und kann zugleich eine unzureichende Kostendegression zur Folge haben.¹ Ferner schränkt es die Diversifikationsmöglichkeiten im erheblichen Maße ein.

Weitere Nachteile im Prozessschritt Beteiligungsakquisition sind im Zusammenhang mit der wahrgenommenen **Finanzierungsexpertise** und der **Beratermentalität** zu sehen, die bei regionalen Kreditinstituten regelmäßig durch das dominierende Kreditgeschäft geprägt sind. Die Selbsteinschätzung der regionalen Kreditinstitute unterstreicht, dass dies ein zentrales Problemfeld für die eigenen PE-Aktivitäten sein kann.² Sofern diese Einschätzung von potenziellen PU geteilt wird, besitzen unabhängige PEG mit ausgewiesener PE-Expertise Wettbewerbsvorteile. Eine klare organisatorische Trennung des PE-Bereichs von den übrigen Leistungsangeboten könnte ein Weg sein, die eigene Position diesbezüglich zu verbessern.

Mangelnde PE-Expertise und eine dominierende Kreditorientierung sind Kritikpunkte, die den regionalen Kreditinstituten auch bei der Beteiligungsprüfung zum Negativen gereicht werden können. Dem steht gegenüber, dass die Beteiligungsprüfung und die bei der Kreditfinanzierung obligate Kreditwürdigkeitsprüfung weitreichendes Synergiepotenzial aufweisen. Hinsichtlich der **Entscheidungsgeschwindigkeit** (zweitwichtigstes Auswahlkriterium, vgl. vorheriger Abschnitt B. II. 2. b)) und der **Bequemlichkeit** ist das Ausschöpfen dieser Synergiepotenziale von kaufentscheidender Bedeutung.

In dem sich anschließenden Prozessschritt Beteiligungsverhandlung bietet sich insbesondere bei Bestandskunden die Chance, ein maßgeschneidertes, ganzheitliches Finanzierungskonzept für und gemeinsam mit dem Firmenkunden zu entwickeln. Die Integrationsleistung von Fremd- und Eigenkapitalfinanzierung sowie die fortlaufende Opti-

¹ Vgl. Norden, J. (2001), S. 541 f.

² Siehe hierzu Kapitel A. III. 3.

mierung der Finanzierungsstrukturen kann zu einem KKV „**Ganzheitliche Finanzierung**“ ausgebaut werden, da im Vergleich zu unabhängigen PEG und Direktinvestoren ein umfassendes Leistungsspektrum aus einer Hand angeboten werden kann („One-Stop-Shopping“).

Der Chance als Exklusiv-Financier stehen jedoch auch Risiken gegenüber. So ist es vorstellbar, dass sich Firmenkunden bewusst eine unabhängige PEG als Finanzierungspartner suchen, weil sie eine **zu große Abhängigkeit** von nur einem Kapitalgeber vermeiden wollen. Die Implikationen des Abhängigkeitsverhältnisses treten bei der Beteiligungsverhandlung deutlich hervor. Hinzu kommt, dass einer simultanen Gläubiger- und Eigentümerposition der Kreditinstitute ein dauerhaftes **Konfliktpotenzial** immanent ist. Beispielsweise müssten die Kreditinstitute als Gläubiger einen möglichst hohen, als Miteigentümer dagegen einen möglichst niedrigen Kreditzins fordern. Die Gefahr einer Übervorteilung des PU spricht grundsätzlich für einen vom Kreditinstitut unabhängigen PE-Investoren. Um das Abhängigkeits- und Konfliktpotenzial zu verringern ist ebenfalls eine organisatorische Ausgliederung des PE-Parts in eine eigenständige Gesellschaft zu empfehlen.

In der sich anschließenden Betreuungsphase sind in der Gesamtwirkung keine eindeutigen Vor- oder Nachteilspositionen regionaler Kreditinstitute zu identifizieren. Dem Anspruch, ein kompetenter Diskussionspartner für das PU zu sein (meistgenutzte Unterstützungsleistung), müssen die Kreditinstitute zumindest in Finanzierungsfragen grundsätzlich gerecht werden. Managementunterstützung in fachspezifischen Themen anzubieten, zählt jedoch realistischer Weise nicht zu den **Kernkompetenzen** von Kreditinstituten.¹ Letztlich ist es eine Frage der kritischen Größe, ob es wirtschaftlich sinnvoll ist, entsprechende Expertise aufzubauen und sich in der Marktbearbeitung auf einzelne Teilssegmente zu konzentrieren. Unter der Annahme, dass die PE-Aktivitäten dem gesamten Firmenkundensegment angeboten werden, ohne einen Branchen- oder Finanzierungsphasenfokus zu wählen, besitzen spezialisierte unabhängige PEG in der fachlichen Begleitung Wettbewerbsvorteile.²

Auf der letzten Stufe des Wertschöpfungsprozesses, der Desinvestition, sind ebenfalls keine eindeutigen strukturellen Vor- oder Nachteile festzustellen. Zwar ist anzunehmen, dass Investmentbanken und große unabhängige PEG beim Exit aufgrund ihrer Erfahrungen und der bestehenden Netzwerke Wettbewerbsvorteile besitzen, diese sind jedoch grundsätzlich einholbar. Von übergeordneter Bedeutung ist hierbei, dass die eigenen **Netzwerkkontakte** genutzt und im Hinblick auf weitere Engagements ausgebaut werden. Für Sparkassen und Kreditgenossenschaften sind im Rahmen der Desinvestition die

¹ Zu den Kernkompetenzen vgl. Osterloh, M./Frost, J. (2000), S. 159-204; Bonus, H. et al. , S. 18-20.

² Vgl. Jugel, St. et al. (2001), S. 44.

Zentralbanken an vorderster Stelle zu nennen, mit denen auch ein Going Public als Exit-Weg darstellbar ist.¹

b) Preisbezogene KKV-Potenziale

Als ein wesentlicher Vorteil der am PE-Markt tätigen Kreditinstitute wird häufig angeführt, dass sie sich sowohl am Kapitalmarkt als auch durch ihr Passiv-Kundengeschäft deutlich **günstiger refinanzieren** können als der Großteil ihrer Wettbewerber ohne Banken- bzw. Versicherungshintergrund.² Tatsächlich ist nicht zu erwarten, dass PEG, die ihr Fondskapital über das Fund raising bei externen Investoren einwerben, einen dem Kreditgeschäft ähnlichen Preiswettbewerb initiieren, da sie sich mit deutlich höheren Renditeerwartungen seitens der Kapitalgeber konfrontiert sehen. Dieser einfache Vergleich der Refinanzierungskosten verkennt jedoch, dass auch Captives von Banken und Versicherungen eine dem Risiko angemessene Rendite erwirtschaften müssen. Die hohen Renditeforderungen externer Kapitalgeber spiegeln schließlich nur das inhärente Risiko der Anlageklasse PE wider, welches – dem Konzept des Ertragsorientierten Bankmanagements (oder analog dem Shareholder-Value-Ansatz) folgend – für die Bank als Kapitalgeber in gleicher Weise zu kompensieren ist. Der einzige Vorteil von Captives bei der Refinanzierung ist darin zu sehen, dass die Bereitstellung des Kapitals weniger Sach- und Personalkosten verursacht als die von unabhängigen PEG zu betreibende Kapitalakquisition. Dieser **strukturelle Kostenvorteil** kann als preisinduzierter KKV an das PU weitergegeben werden.

In den sich anschließenden Wertschöpfungsschritten bestehen weitere (potenzielle) Kostenvorteile gegenüber unabhängigen PEG und Direktinvestoren, die auf die bereits in der Leistungsdimension dargestellten **Synergiepotenziale** hinsichtlich der klassischen Kreditfinanzierung zurückzuführen sind. So sind die Transaktionskosten³ der Beteiligungsakquisition vergleichsweise gering, da auf den Pool der Bestandskunden zurückgegriffen werden kann, über deren wirtschaftliche Verhältnisse die Kreditinstitute im Regelfall gut informiert sind. Auch die Beteiligungsprüfung ist bei Bestandskunden nicht nur schneller und für den Kunden bequemer, sondern auch kostengünstiger durchzuführen. Gleiches gilt für die Betreuung und das laufende Beteiligungscontrolling. Der in der Leistungsdimension bereits angeführte KKV **„Kundennähe“** wirkt sich somit über die Synergiepotenziale auch in der Preisdimension nachhaltig aus. Die Nutzung der Synergiepotenziale setzt jedoch voraus, dass die prozessuale und organisatorische Implementierung entsprechende Voraussetzungen schafft.

¹ Vgl. Pahlen, D. (1998), S. 225; Betz, R. M. (1998), S. 34 ff.; Merl, G. (1998), S. 396.

² Vgl. Zemke, I. (1998), S. 214.

³ In Anlehnung an Coase können als Transaktionskosten Such- und Informationskosten, Verhandlungskosten und Vertragsabschluss- und -ausführungskosten bezeichnet werden (vgl. Coase, R. H. (1937), S. 386 ff.).

Neben den positiv zu beurteilenden Synergiepotenzialen bestehen für regionale Kreditinstitute auch potenzielle Kostennachteile. So ist es im Hinblick auf eine wettbewerbsfähige Kostenstruktur erforderlich, dass ein bestimmter **Mindestgeschäftsumfang** erreicht wird, der eine entsprechende Kostendegression (economies of scale) und Erfahrungskurveneffekte bewirkt.¹ Als problematisch kann sich hierbei abermals das Regionalprinzip der Sparkassen und Kreditgenossenschaften erweisen, welches den Deal Flow im erheblichen Maße limitiert. Das Gleiche gilt hinsichtlich der **Risikodiversifikation**, die bei einem regional begrenzten Portfolio oftmals geringer ist als bei Wettbewerbern ohne räumliche Limitierungen.

c) Zusammenführende Strategieüberlegungen

Die vorstehenden Betrachtungen haben verdeutlicht, dass für regionale Kreditinstitute im Hinblick auf die relevanten Kundenbedürfnisse sowohl leistungs- als auch preisinduzierte KKV-Potenziale bestehen. Im Rahmen der Strategieformulierung können daher grundsätzlich verschiedene Stoßrichtungen sinnvoll sein.

Wird jedoch auf den Anlass der Überlegungen zur Repositionierung im Firmenkundengeschäft zurückgeblickt, so verdichtet sich das Entscheidungsfeld. Ausgangspunkt der Betrachtungen waren die unzureichenden Wertbeiträge im Firmenkundengeschäft, welche u. a. auf den Commodity-Charakter des dominierenden Kreditgeschäfts zurückzuführen sind. Eine zentrale Erkenntnis der Überlegungen zur Neuausrichtung war es, dass der Commodity-Charakter durch eine komplementäre Ergänzung des Leistungsangebots zu verringern ist, um so neue Preisspielräume zu erschließen.² Vor diesem Hintergrund ist es nicht zieladäquat, für das Geschäftsfeld PE eine **Preis-Mengen-Strategie** (synonym: Kostenführerstrategie) zu wählen.³ Stattdessen gilt es, dem Kunden die Individualität und Komplexität der PE-Transaktionen zu verdeutlichen und die überlegene Qualität des eigenen Leistungsangebots herauszustellen (**Präferenzstrategie** oder synonym: Differenzierungsstrategie).⁴ Nur eine solche Strategie leistet einen Beitrag dazu, die Margen und damit die Rentabilität im Firmenkundengeschäft nachhaltig zu erhöhen.

Die identifizierten Synergiepotenziale sind ein Hinweis darauf, dass regionale Kreditinstitute unter strukturellen Gesichtspunkten grundsätzlich mit einem Geschäftsfeld PE erfolgreich im Wettbewerb bestehen können. Sie sind in jedem Fall auszuschöpfen, was

¹ Vgl. Backhaus, K. (1999), S. 236-244.

² Siehe 1. Teil: C. I. 2.

³ Vgl. Porter, M. E. (1999), S. 70-85.

⁴ Vgl. ebenda.

jedoch nicht damit gleichzusetzen ist, dass sie vollständig über den Preis an den Kunden weiterzugeben sind.

Als Kernelement der Präferenzstrategie sind zwei leistungsinduzierte, nicht vollständig disjunkte KKV's herauszustellen:

- der KKV „**Kundennähe**“ mit Elementen wie „Vertrauen“, „Kennen der Kundenbedürfnisse“, „Entscheidungsgeschwindigkeit“, „Verfügbarkeit“ und „Bequemlichkeit“ sowie
- der KKV „**Ganzheitliche Finanzierung**“ mit Elementen wie „Integration von verschiedenen Finanzierungsformen“, „Fortlaufende Optimierung“ und „Netzwerkkontakte“.¹

Die KKV-Positionen umfassen das gesamte Firmenkundensegment, da sie **keine Spezialisierung** auf Finanzierungsphasen und/oder Branchen implizieren. Es gibt im Gegenteil Gründe, von einer Begrenzung des relevanten Marktes auf Teilsegmente abzusehen und bewusst eine **breite Diversifizierung** über das gesamte Firmenkundensegment anzustreben. So ist bereits die nachhaltige Sicherung zweier KKV's ein ehrgeiziges Ziel. Der Versuch, durch eine Spezialisierung auf Finanzierungsphasen und/oder Branchen einen weiteren KKV aufzubauen, kann dazu führen, dass schließlich in keinem Bereich eine dominierende Wettbewerbsposition erreicht wird (Konzentrationsprinzip des KKV-Konzepts).

Letztlich hängt die Entscheidung, ob eine Diversifizierung oder Spezialisierung angestrebt werden soll, auch von dem zu erwartenden **PE-Geschäftsvolumen** ab. So setzt die erfolgreiche Bearbeitung eines Teilsegments voraus, dass unter Kosten- und Risikogesichtspunkten ausreichend Geschäftsvolumen generiert wird. Die nachfolgenden Ausführungen zur strategiekonformen Geschäftsfeldorganisation werden daher u. a. die Implikationen des zu erwartenden PE-Volumens würdigen.

Eng verwoben mit der strategischen Fragestellung, ob es sinnvoll ist, sich auf Teilsegmente zu spezialisieren, ist die Ausgestaltung des Angebots an **Unterstützungsleistungen**. Wie die Analyse der beanspruchten Unterstützungsleistungen zeigt, ist der Bedarf nach einer „Hands-on“-Betreuung durch die PEG eher gering. Zudem müssen sich Art und Umfang des eigenen Leistungsangebots stets an den Ressourcenpotenzialen orientieren. Die fachspezifische Managementberatung zählt nicht zu den Kernkompetenzen

¹ Der KKV „Ganzheitliche Finanzierung“ besitzt große Überschneidungen mit einem umfassenden Corporate-Finance-Ansatz. Auf eine Darstellung der zusätzlich integrierbaren Dienstleistungen wird hier jedoch verzichtet, um den Untersuchungsfokus PE nicht zu verlieren. Zur Abgrenzung von Corporate Finance vgl. Schierenbeck, H. (2000b), S. 22-25.

regionaler Kreditinstitute, so dass es fraglich ist, ob ein solches Angebot in der erforderlichen Qualität bereitgestellt werden kann.¹ Neben der Qualität sind auch die Kosten der Unterstützungsleistungen zu berücksichtigen. Die fachliche Managementberatung bindet erhebliche Kapazitäten, die zusätzliche Fixkosten verursachen.² Für regionale Kreditinstitute empfiehlt es sich daher, die Unterstützungsleistungen auf die „naheliegenden“ Bereiche **Finanzierung und Controlling** zu fokussieren und die übrigen Fragen ggf. mit Hilfe von kostengünstigen Netzwerkpartnern (Verbände, universitärer Bereich, etc.) abzudecken.³

III. Strategiekonforme Geschäftsfeldorganisation

1. Anforderungen an die organisatorische Implementierung

Dem hierarchischen Strategieansatz folgend hat sich die organisatorische Implementierung der Strategie unterzuordnen.⁴ Als Kernelemente der Wettbewerbsstrategie wurden die leistungsinduzierten KKV's „Kundennähe“ und „Ganzheitliche Finanzierung“ identifiziert. Die prozessuale und strukturelle Einbindung von PE in das Leistungsangebot regionaler Kreditinstitute hat sich – soweit möglich – an diesen beiden angestrebten KKV-Positionen zu orientieren.

Ein wesentlicher Bestandteil einer institutionalisierten „Kundennähe“ ist ein konsequent verfolgter **Relationship-Management-Ansatz** (vgl. Abbildung 77).

¹ Vgl. Jugel, St. et al. (2001), S. 44; Osterloh, M./Frost, J. (2000), S. 159-204; Bonus, H. et al. (1999), S. 18-20.

² Vgl. Norden, J. (2001), S. 541 f.

³ Vgl. Schefczyk, M./Gerpott, T.J. (1998), S. 161; Norden, J. (2001), S. 541 f.; Hausberger, J./Prohazka, M. (1999), S. 175 f.; Schefczyk, M. (2000), S. 195 f.

⁴ Vgl. Osterloh, M./Frost, J. (2000), S. 161-164.

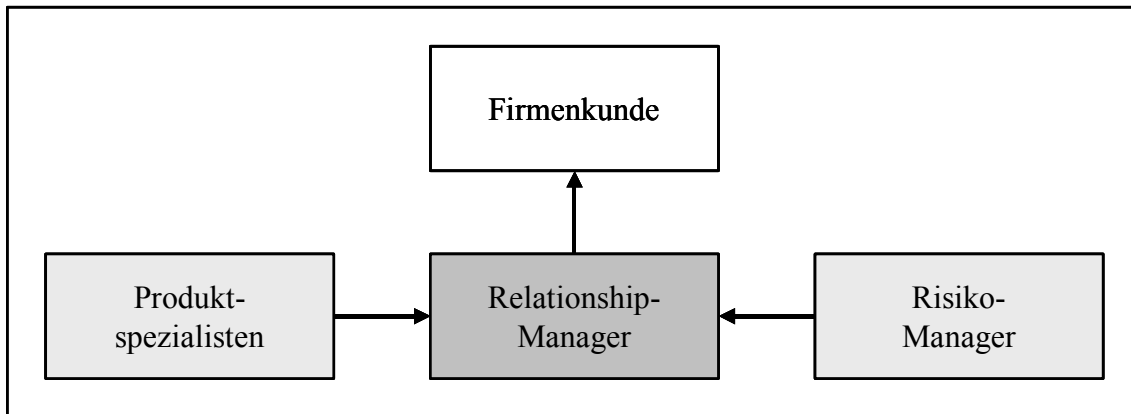


Abbildung 77: Kunde-Bank-Verbindung im Relationship-Management-Konzept¹

Im Zentrum dieses Ansatzes stehen der Kunde und ein ihm fest zugeordneter Firmenkundenberater. Als Relationship-Manager bündelt der Firmenkundenberater das gesamte Leistungsspektrum der Bank und fungiert als zentraler Ansprechpartner zur Lösung der individuellen Kundenbedürfnisse („one face to the customer“).² Ihm obliegt die **strategische Führung des Kundenkontakts**, im Rahmen derer er sowohl für die Zufriedenheit des Kunden („Customer-Value“) als auch für die Profitabilität der Kundenbeziehung verantwortlich ist.³ Die simultane Verfolgung der mitunter konfliktären Ziele stellt eine besondere Herausforderung dar. Letztlich ist jedoch die nachhaltige Kundenzufriedenheit Grundvoraussetzung für eine langfristige Kundenbeziehung und damit auch für den Erfolg des Relationship-Managers.

Um ein adäquater Partner für den Firmenkunden zu sein, muss der Relationship-Manager ein weites Themenspektrum abdecken können.⁴ Bei der Wahrnehmung seiner Aufgaben wird er bei Bedarf **durch Produktspezialisten unterstützt**, welche die entsprechende Fachexpertise einsteuern und für die Leistungserstellung verantwortlich sind. Je nach Umfang und Komplexität des Kundenproblems bietet es sich an, spezielle Teams zu bilden, die gemeinsam den Kundenkontakt führen. Im Rahmen der Arbeitsteilung können die operativen Kundenkontakte vollständig durch die Produktspezialisten wahrgenommen werden. Wichtig ist, dass die strategische Führung des Kundenkontakts fest beim Relationship-Manager verankert ist. Durch die Zusammenführung der verschiedenen Leistungsangebote durch den Relationship-Manager wird neben der Kundennähe auch die Voraussetzung für den KKV „Ganzheitliche Finanzierung“ geschaffen.

¹ Entnommen aus Schierenbeck, H. (2001c), S. 202.

² Vgl. Mang, Th. (2001b), S. 13.

³ Vgl. Schierenbeck, H. (2001c), S. 201.

⁴ Vgl. Mang, Th. (2001b), S. 14.

Ein weiterer Bestandteil des Ansatzes ist der **Risikomanager**, dem die Risikoverantwortung für die Kundenbeziehung übertragen wird. Dies wird erforderlich, weil es dem Relationship-Manager aufgrund seiner engen Verbindung zum Firmenkunden im Regelfall an der notwendigen Neutralität und Distanz fehlt. Als Korrektiv zu dem – konzeptionell bedingt – oftmals voreingenommenen Firmenkundenberater ist es die Aufgabe des Risikomanagers, den internen Risikoabgleich durchzuführen, das Engagement zu kontrollieren und die Risikoprämien adäquat zu bemessen.¹

Die **hohe Bedeutung** eines institutionalisierten Relationship-Managements wird durch die Ergebnisse empirischer Befragungen gestützt. Eine von PricewaterhouseCoopers durchgeführte Studie ergab, dass 68 % der Firmenkunden die Betreuung durch einen Relationship-Manager, der fallweise durch Produktspezialisten unterstützt wird, präferieren.² Knapp ein Drittel bevorzugt den ausschließlichen Kontakt zu einem zentralen Ansprechpartner. Die Betreuung nur durch Produktspezialisten wird dagegen von keinem der befragten Unternehmen gewünscht. Auch die vorstehend bereits detaillierter dargestellte Studie zum deutschen PE-Markt unterstreicht die Vorteilhaftigkeit des Relationship-Management-Ansatzes (vgl. vorheriger Abschnitt B. II. 3.).

Neben den angestrebten KKV-Positionen sind weitere Aspekte bei der organisatorischen Einbindung von PE zu berücksichtigen, die zum Teil die konsequente Verfolgung des Relationship-Management-Ansatzes erheblich erschweren. So ist in jedem Fall eine **organisatorische Ausgliederung** der PE-Aktivitäten zu favorisieren. Allein im Hinblick auf das Kapitalersatzrecht ist die Trennung von den übrigen Bankdienstleistungen eine notwendige, jedoch nicht hinreichende Voraussetzung, um die damit verbundenen Risiken von vornherein auszuschließen.³ Auch das Konfliktpotenzial, welches der simultanen Eigen- und Fremdkapitalgeberposition immanent ist, wird durch eine solche Struktur verringert.

Als negative Begleiterscheinung werden durch die Ausgliederung zwangsläufig die **Abstimmungsprozesse** zwischen dem PE-Spezialisten und dem Relationship-Manager **komplexer**. Dies gilt umso mehr, wenn aus Risiko- und Kostengesichtspunkten eine Kooperation mit anderen Kreditinstituten, Zentralbanken, Verbänden oder PEG erforderlich wird. Solche Gemeinschaftsunternehmen werden im Regelfall als eigenständige Profit-Center geführt, die sich naturgemäß weniger auf den langfristigen Customer-Value konzentrieren, sondern auf den Verkauf des Produkts PE.⁴ Die Möglichkeit eines konsequenten Relationship-Managements verringert sich tendenziell mit jedem zusätzli-

¹ Vgl. Schierenbeck, H. (2001c), S. 202.

² Vgl. Price Waterhouse (1991).

³ Siehe 2. Teil: B. I. 1.

⁴ Vgl. Mang, Th. (2001b), S. 14.

chen Kooperationspartner. Soweit Kooperationen erforderlich sind, sollte daher ein überschaubarer Rahmen angestrebt werden, der es erlaubt, in der Wahrnehmung des Kunden einen einheitlichen Marktauftritt mit einem zentralen Relationship-Manager sicherzustellen.

2. Implikationen des Geschäftsvolumens

a) Bestimmung des erforderlichen Deal Flow

Wie an verschiedenen Stellen der Untersuchung bereits angeführt wurde, ist der Zugang zu geeigneten Beteiligungsprojekten ein **Hauptengpass** des deutschen PE-Marktes. Ohne geschäftspolitische Gegenmaßnahmen ist er für PEG regionaler Kreditinstitute im besonderen Maße evident. Angesichts der im Durchschnitt sehr geringen Zusagequoten seitens der PEG kann nur mit einem relativ hohen Deal Flow sichergestellt werden, dass eine unter Kosten- und Risikogesichtspunkten ausreichende Auslastung erreicht wird.

Abbildung 78 zeigt eine exemplarische Berechnung des erforderlichen Deal Flow für ein Kreditinstitut mit einer Bilanzsumme von 1 Mrd. €.

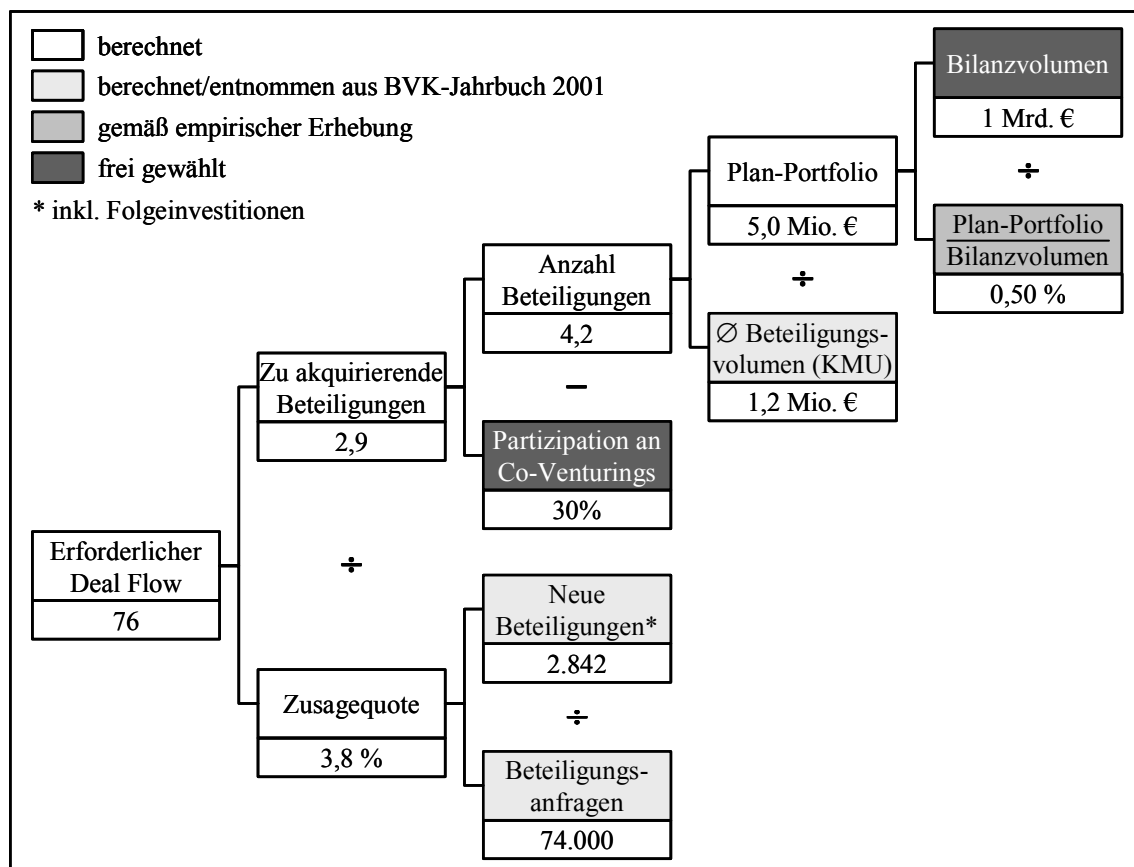


Abbildung 78: Exemplarische Berechnung des erforderlichen Deal Flow

Die Eingangsparameter der Berechnung wurden so gewählt, dass sie eine möglichst allgemeingültige Aussage aus der Perspektive regionaler Kreditinstitute erlauben. Für

kleinere und größere Institute ist das Ergebnis der Berechnung entsprechend zu proportionalisieren.¹ Ausgehend vom angenommenen Bilanzvolumen errechnet sich das Plan-Portfolio von 5,0 Mio. € unter Zugrundelegung des in der empirischen Erhebung ermittelten geplanten Bilanzsummenanteils von 0,50 %.² Wie im Kapitel C. II. 2. b) im zweiten Hauptteil errechnet wurde, beträgt das durchschnittliche Beteiligungsvolumen bezogen auf KMU 1,2 Mio. €. Rechnerisch hält ein Kreditinstitut demnach im Durchschnitt 4,2 Beteiligungen. Diese sind nicht alle eigenständig zu akquirieren, da regelmäßig ein bedeutender Anteil des Portfolios auf die Partizipation an Co-Venturings zurückzuführen ist. So lag der Anteil der Syndizierungen im Jahr 2000 insgesamt bei 38,2 %.³ Da ein Teil dieser Gesamtmarkt-Syndizierungen wiederum der Eigenakquisition zuzuordnen ist, wird im Berechnungsbeispiel mit 30 % ein niedrigerer Anteil für fremdakkquirierte PU unterstellt.⁴ Es verbleiben 2,9 Beteiligungen, die eigenständig zu akquirieren sind. Hierzu ins Verhältnis gesetzt wird die Zusagequote von 3,4 %, die sich aus den Angaben gemäß BVK-Statistik errechnet.⁵ Im Ergebnis sind **76 Unternehmen im Hinblick auf eine Beteiligung** zu prüfen, um das Plan-Portfolio zu erreichen.

Ohne Frage sind die Eingangsparameter für den konkreten Anwendungsfall individuell anzupassen. So sind beispielsweise bei einer Spezialisierung auf das Frühphasensegment geringere Zusagequoten anzunehmen als im Rahmen der Expansionsfinanzierung. Analog verhält es sich mit den durchschnittlichen Beteiligungsvolumina. Dennoch verdeutlicht die exemplarische Berechnung, dass der erforderliche Deal Flow ein Richtwert ist, welcher die Entscheidung, ob ein Geschäftsfeld PE eigenständig, in Kooperation oder als reines Vermittlungsgeschäft aufgebaut wird, in erheblichem Maße determiniert. So gilt es aus Sicht des regionalen Kreditinstituts kritisch zu überprüfen, ob der erforderliche Deal Flow realistischer Weise überhaupt erreicht werden kann und ob die hierdurch entstehenden Kosten in einem vertretbaren Verhältnis zu den Ertragschancen stehen.⁶

b) Bestimmung der ressourcenadjustierten Mindestgröße

Gemäß den Angaben der BVK-Statistik betreut ein Professional im Durchschnitt 4,3 Beteiligungen.⁷ Anknüpfend an das zuvor dargestellte Berechnungsbeispiel ist demnach

¹ Die durchschnittliche Bilanzsumme der Sparkassen beträgt im Jahr 2000 1,64 Mrd. € und die der Kreditgenossenschaften 294 Mio. € (vgl. Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2001d), S. 15 ff.; eigene Berechnungen).

² Dieser Wert entspricht dem gewogenen Durchschnitt über die drei relevanten Bankensektoren.

³ Vgl. Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (2001b), S. 56.

⁴ Dies unterstellt, dass das Regionalprinzip zumindest im Rahmen von Co-Venturings irrelevant ist.

⁵ Vgl. Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (2001b), S. 52.

⁶ Vgl. Norden, J. (2001), S. 541 f.

⁷ Siehe 2. Teil: C. II. 1. b).

ein Professional erforderlich, um das Plan-Portfolio von 4,2 Beteiligungen zu managen. Realistisch gesehen ist die Mindestkapazität einer PEG jedoch mit zwei Professionals anzusetzen, da allein aus **vertretungstechnischen Gründen** mehr als ein Professional erforderlich ist und Bruchteile einer Mitarbeiterkapazität nur schwer am PE-Arbeitsmarkt zu akquirieren sind (vgl. Abbildung 79).¹

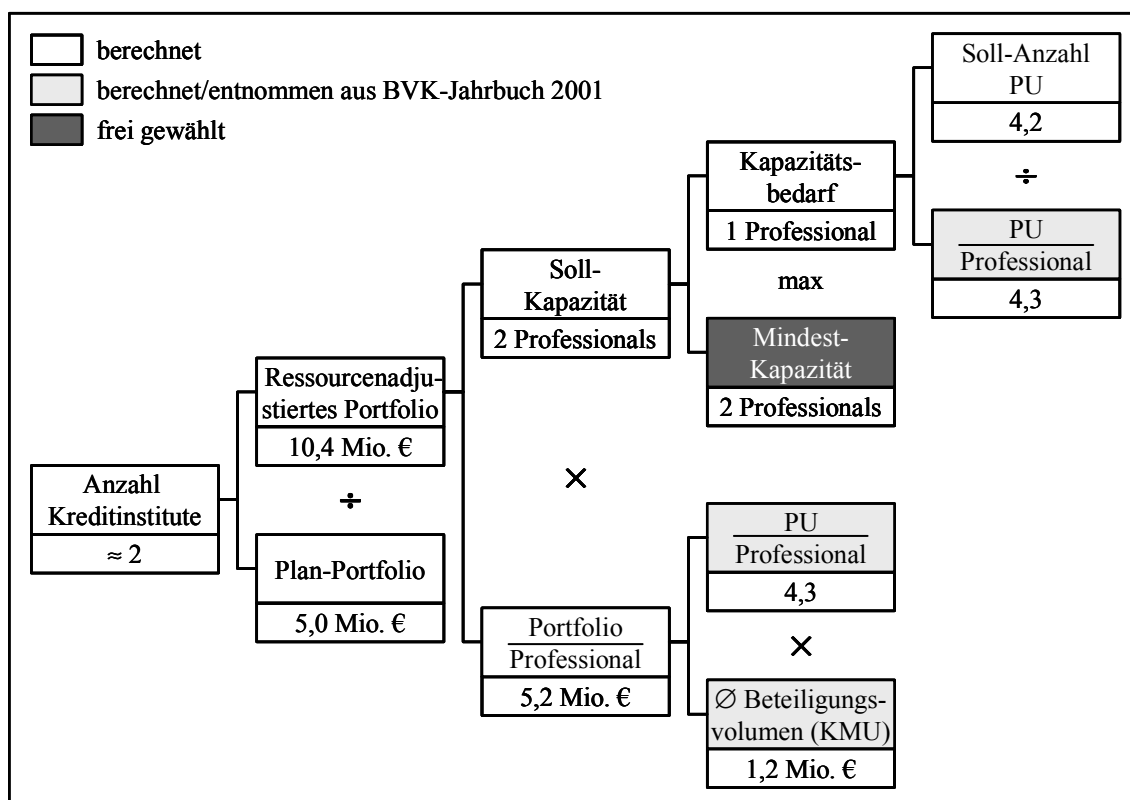


Abbildung 79: Exemplarische Berechnung der ressourcenadjustierten Mindestgröße einer Private-Equity-Gesellschaft regionaler Kreditinstitute

Dem Ziel der **Kostendegression** folgend ist in jedem Fall eine Vollausslastung der zwei Professionals anzustreben.² Unter Zugrundelegung der Durchschnittsangaben des BVK können die zwei Professionals zusammen ein Portfolio von 10,4 Mio. € betreuen. Aus der Relation zum Plan-Portfolio (5 Mio. €) ergibt sich, dass **mindestens zwei Kreditinstitute (Bilanzvolumen jeweils 1 Mrd. €)** zusammen eine PEG mit zwei Professionals auslasten, ohne dabei ihr eigenes Plan-Portfolio zu überschreiten. Proportionalisiert auf die durchschnittliche Sparkasse und Kreditgenossenschaft errechnen sich c. p. 1,3 resp. 7,1 Kreditinstitute als ressourcenadjustierte Mindestgröße. Diese Diskrepanz zwischen den beiden Sektoren kann als ein wesentlicher Erklärungsgrund für die diametralen

¹ Vgl. Mackewicz, D. (1999), S. 34 ff. Eine Abdeckung der Bedarfsspitzen durch klassische Kreditberater ist nicht zu empfehlen, da das Know-how und die Mentalität – gemäß Selbsteinschätzung der regionalen Kreditinstitute – für das PE-Geschäft inadäquat sind (vgl. empirische Auswertung im Kapitel A. III. 3.).

² Vgl. Norden, J. (2001), S. 541 f.

Präferenzen hinsichtlich der organisatorischen Ausgestaltung des Geschäftsfeldes PE angeführt werden (vgl. Kapitel A. IV.).

c) **Bestimmung der risikoadjustierten Mindestgröße**

Für eine PEG ist als strenge Nebenbedingung stets zu gewährleisten, dass das Risk Exposure die Risk Taking Capacity nicht übersteigt, wodurch die Existenz der PEG gefährdet würde (Risikotragfähigkeitskalkül).¹ Gleichzeitig ist unter Shareholder-Value-Gesichtspunkten darauf abzustellen, dass das Risk Exposure in einem angemessenen Verhältnis zur erzielbaren Risk Performance steht (Risiko-Chancen-Kalkül).²

Der Portfoliotheorie folgend zerfällt das Risiko eines Beteiligungsportfolios in das systematische und das unsystematische Risiko.³ Während das systematische Risiko ausschließlich marktbestimmt ist, kann das unsystematische, unternehmensspezifische Risiko durch Diversifikation verringert werden. Der Grad der Diversifikation ist abhängig von der Anzahl der PU (**Granularität**) und der **Konzentration** in einzelnen Segmenten mit gleichgerichteter Korrelation (beispielsweise Finanzierungsphasen, Branchen, Regionen, etc.).⁴

Studien zum Aktienmarkt zeigen, dass der **wesentliche Teil des Diversifikationseffekts** bereits mit 20 verschiedenen (gleichgewichteten) Aktien erzielt werden kann.⁵ Auf den PE-Markt ist diese Mindestanzahl an Aktien resp. Beteiligungen jedoch nicht ohne weiteres zu übertragen. Wie vielfach herausgestellt wurde, ist ein Kennzeichen von PE, dass es regelmäßig in besonderen, vom stetigen Entwicklungspfad abweichenden Unternehmenssituationen zum Einsatz gelangt. Dies impliziert, dass die den PE-Investments inhärenten Risiken regelmäßig über denen des Aktienmarktes liegen.

Abbildung 80 verdeutlicht diesen Zusammenhang in einer exemplarischen Darstellung des Risikoverlaufs in Abhängigkeit von der Beteiligungsanzahl.⁶ Sowohl das systematische Marktrisiko als auch das unsystematische, unternehmensspezifische Risiko der PE-Investments sind im Vergleich zum Aktienmarkt deutlich höher. Zwar ist zu erwarten, dass aufgrund der hohen **Spezifität von PE-Engagements** eine vergleichsweise größere Diversifikationswirkung von zusätzlichen Beteiligungen ausgeht, mithin die Risikokurve steiler fällt als im Aktien-Portfolio. Dennoch bedarf es mehr Beteiligungen als im

¹ Vgl. Schierenbeck, H. (2001b), S. 2 f.

² Vgl. ebenda.

³ Vgl. Perridon, L./Steiner, M. (1997), S. 257-267 sowie 1. Teil: A. III. 1.

⁴ Vgl. Schierenbeck, H. (2001b), S. 298.

⁵ Vgl. Modigliani, F./Pogue, G. A. (1994), S. 95 ff.

⁶ Die im Beispiel gewählten Werte der Standardabweichungen der Portfoliorenditen basieren auf historischen Durchschnittswerten (vgl. hierzu ausführlich Bader, H. (1996), S. 294).

Aktienportfolio, um das unsystematische Risiko auf ein akzeptables Niveau zu diversifizieren.¹

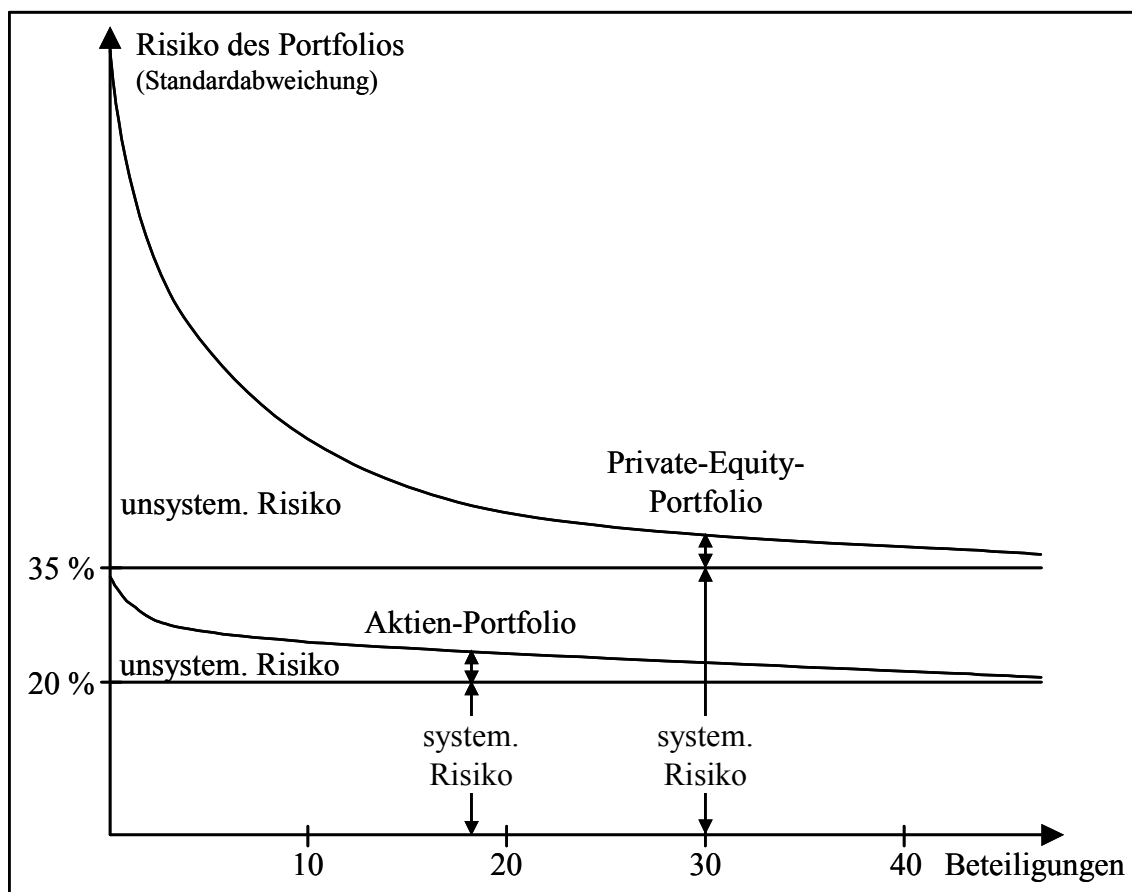


Abbildung 80: Risikominderung durch Diversifikation – exemplarische Gegenüberstellung von Private-Equity- und Aktienmarkt²

Im deutschen PE-Markt umfasst das Portfolio einer PEG im Durchschnitt 30 PU.³ Dieser Wert liegt deutlich über dem für den Aktienmarkt postulierten Mindestwert von 20 Beteiligungen. Es kann daher angenommen werden, dass im Durchschnitt eine weitgehende Diversifizierung des unsystematischen Risikos erreicht wurde. Wird dieser Durchschnittswert als Sollvorgabe für die PE-Aktivitäten regionaler Kreditinstitute herangezogen, so errechnet sich – unter der Zugrundelegung des im Mittelstandssegment durchschnittlichen Beteiligungsvolumens von 1,2 Mio. € – ein Soll-Portfolio von 36 Mio. € (vgl. Abbildung 81). Setzt man dies wiederum zu dem Anteil des Plan-Portfolios am Bilanzvolumen ins Verhältnis, so errechnet sich ein **Soll-Bilanzvolumen von 7,2 Mrd. €**. Im Berechnungsbeispiel sind demnach sieben bis acht Kreditinstitute

¹ Vgl. Huntsman, B./Hoban, J. P. (1980), S. 44-51.

² In Anlehnung an Bader, H. (1996), S. 295.

³ Vgl. Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (2001b), S. 73, 51.

mit einem Bilanzvolumen von 1 Mrd. € erforderlich, um ein unter Risikogesichtspunkten ausreichend großes PE-Portfolio zu erreichen, ohne dabei die individuellen Plan-Volumina der regionalen Kreditinstitute zu überschreiten. Proportionalisiert auf die durchschnittliche Sparkasse und Kreditgenossenschaft sind c. p. 4,4 bzw. 24,5 Institute erforderlich.¹

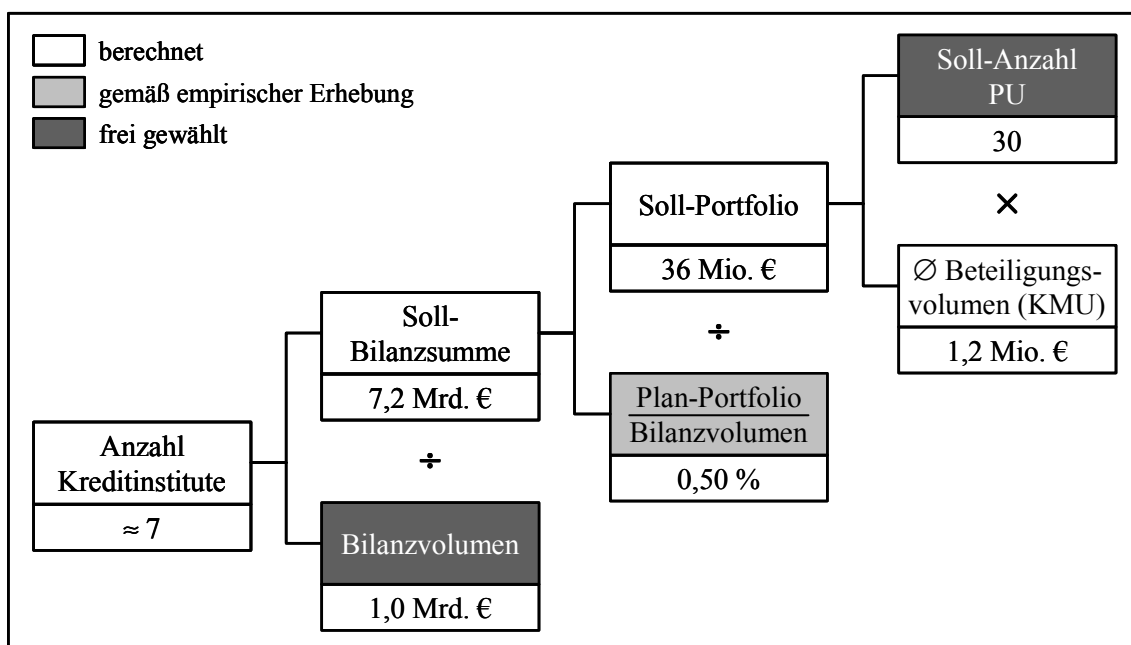


Abbildung 81: Exemplarische Berechnung der risikoadjustierten Mindestgröße einer Private-Equity-Gesellschaft regionaler Kreditinstitute

Auch für diese exemplarische Berechnung gilt, dass die Eingangsparameter für den konkreten Anwendungsfall individuell anzupassen sind. Insbesondere das durchschnittliche Beteiligungsvolumen wird für kleinere Kreditinstitute regelmäßig wesentlich geringer anzusetzen sein. Dennoch wird ersichtlich, dass unter dem Blickwinkel einer möglichst weitgehenden Diversifizierung des unsystematischen Risikos deutlich **größere organisatorische Einheiten** erforderlich werden als im Hinblick auf eine ressourcenadjustierte Mindestgröße.

Der Handlungsrahmen für eine auf Teilsegmente des PE-Marktes fokussierte Marktbearbeitung wird durch den Aspekt der Risikodiversifikation in verschiedener Hinsicht determiniert. Einerseits ist die Diversifikationswirkung zusätzlicher PU bei einer spezialisierten PEG aufgrund der **Klumpenbildung** vergleichsweise gering, so dass grundsätzlich eine deutlich höhere Anzahl von PU zur Diversifikation des unsystematischen Risikos erforderlich ist. Auf der anderen Seite sind **spezialisierte** PEG vermutlich bes-

¹ Tatsächlich schließen sich im Sparkassensektor zur Gründung einer PEG im Durchschnitt vier Sparkassen zusammen (vgl. Nolte, B./Stummer, F. (2001), S. 212).

ser dazu in der Lage, unternehmensspezifische Risiken bereits im Rahmen der Beteiligungsakquisition und -prüfung zu identifizieren und entsprechend auszuwählen, so dass das Niveau des unsystematischen Risikos von vornherein geringer gehalten wird.¹ Ohne die gegenläufigen Effekte in der Summe zu bewerten, gilt für die PE-Aktivitäten regionaler Kreditinstitute in jedem Fall, dass eine Beschränkung des relevanten Marktes auf Teilsegmente eine **verringerte Basis potenzieller Kunden** zur Folge hat, wodurch das Erreichen der notwendigen Mindestgröße erschwert wird. Spezialisierte PEG regionaler Kreditinstitute unterliegen daher oftmals aufgrund ihrer zu geringen Größe einem nicht vertretbaren Risiko.²

Die hier postulierte Mindestgröße wurde auf der Betrachtungsebene der PEG abgeleitet. Es sei bereits an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass bei einer **konsolidierten Betrachtung** des Beteiligungsportfolios der PEG zusammen mit dem Kreditportfolio ihrer Muttergesellschaft(en) weitere Diversifikationseffekte auftreten, infolge derer sich das unsystematische Risiko verringert. Die integrierte Steuerung vom Beteiligungs- und Kreditportfolio ist u. a. Gegenstand des Kapitels C. zur Steuerung des Geschäftsfeldes PE.

3. Vorschläge zur organisatorischen Implementierung

Basierend auf den vorangegangenen Analysen des deutschen PE-Marktes, den eruierten Präferenzen der regionalen Kreditinstitute sowie den Überlegungen zur Konkretisierung der Geschäftsfeldstrategie werden nachfolgend Vorschläge zur strategiekonformen organisatorischen Einbindung von PE vorgestellt. Die Reihenfolge der Vorschläge orientiert sich an den erforderlichen Mindestgrößen und spiegelt damit gleichzeitig die Möglichkeiten für das regionale Kreditinstitut zur aktiven Einflussnahme auf die Geschäftspolitik der PEG wider.

a) Integrierte UBG

Unter dem Blickwinkel eines konsequenten Relationship-Managements ist die Bereitstellung des Leistungsangebots PE ohne Kooperationspartner gegenüber den alternativen Organisationsformen zu präferieren. Die exemplarischen Berechnungen zur Mindestgröße zeigen jedoch, dass diese Option **nur für wenige große regionale Kreditinstitute tatsächlich sinnvoll ist**.

¹ Vielfach wird gerade in dem Spezialisierungsvorteil die grundlegende Daseinsberichtigung von PEG gesehen (vgl. Bader, H. (1996), S. 290-292; Schröder, Ch. (1992), S. 166-169; Zemke, I. (1995), S. 155-160).

² Vgl. Körner, G. (1994), S. 301.

Als grober und allgemeiner Orientierungswert kann im Hinblick auf die Mindest-Ressourcenausstattung eine kritische **Untergrenze von 2 Mrd. € Bilanzvolumen** vorgegeben werden.¹ Nur 0,6% der Kreditgenossenschaften (10 Institute)² sowie 23,7 % der Sparkassen (132 Institute) liegen oberhalb dieser Untergrenze.³ Bei Zugrundelegung der deutlich höheren risikoadjustierten Mindestgröße von 7,2 Mrd. € Bilanzvolumen kommen nur noch zwei Kreditgenossenschaften und 13 Sparkassen für eine eigenständige PE-Tochtergesellschaft in Betracht.

Auch ohne den Anspruch, dass die abgeleiteten Mindestgrößen für den individuellen Anwendungsfall als richtig anzusehen sind, wird ersichtlich, dass regionale Kreditinstitute das Leistungsangebot PE – zumindest mittelfristig – **mehrheitlich nicht eigenständig, sondern in Form von Kooperationen oder als reines Vermittlungsgeschäft anbieten sollten**. Erst mit einem höheren durchschnittlichen Anteil des PE-Portfolios am Bilanzvolumen sowie einer fortschreitenden Konzentration im Bankensektor ist zu erwarten, dass die eigenständige Bearbeitung an Bedeutung gewinnen wird.

Neben den Mindestgrößen wurden als organisatorische Anforderung vorgegeben, dass die Risiken, die aus der Problematik des Kapitalersatzrechts resultieren (§ 32a GmbHG), von vornherein vollständig und rechtsverbindlich ausgeschlossen werden. Um dies sicherzustellen, kommt bei einer 100%igen Tochtergesellschaft streng genommen nur die Gesellschaftsform der **integrierten UBG** in Frage (vgl. 2. Teil: B. 2.). Dem Vorteil der Rechtssicherheit der UBG stehen, wie bereits detailliert dargestellt wurde, eine Reihe von Anlagegrenzen gegenüber.⁴ Die Mehrheit dieser Restriktionen kann aus Sicht der regionalen Kreditinstitute als durchaus sinnvoll und zielkonform, zumindest aber als hinnehmbar bezeichnet werden.⁵ Einen erheblichen Einschnitt bewirkt allerdings die Restriktion für integrierte UBG, dass mindestens ein Geschäftsführer des PU eine natürliche Person sein muss, die mindestens 10 % der Stimmrechte am PU hält. Der Kreis der potenziellen PU kann sich hierdurch signifikant verringern. Dennoch überwiegen in der Summe letztlich die Vorteile der UBG – insbesondere im Hinblick auf die angestrebte ganzheitliche Betreuung.⁶

¹ Dieser Wert errechnet sich, indem das ressourcenadjustierte Portfolio durch das Verhältnis von Plan-Portfolio zu Bilanzvolumen dividiert wird (vgl. Abbildung 79 und Abbildung 78).

² Stand: Ende 2001. Weitere 18 Kreditgenossenschaften liegen oberhalb der Untergrenze, betreiben jedoch kein Firmenkundengeschäft gemäß Arbeitsdefinition (Sparda-Banken, Kirchenbanken, BBBank, Dt. Apotheken- und Ärztebank) (vgl. Hoppenstedt Firmeninformationen GmbH (Hrsg.) (2001b), S. V 58 f.).

³ Vgl. o. V. (2001a), S. 3 ff.

⁴ Siehe hierzu ausführlich 2. Teil: B. I. 2.

⁵ Vgl. Ehlermann, Ch./Schuppen, M.(1998), S. 1522.

⁶ Vgl. ebenda.

b) Offene UBG in Kooperation mit anderen Marktteilnehmern

Da die zuvor dargestellte Organisationsvariante für die regionalen Kreditinstitute mehrheitlich nicht in Betracht kommt, bietet sich eine Kooperation mit anderen Marktteilnehmern an, um die notwendige Größe gemeinsam zu erreichen. Im Hinblick auf die angestrebten KKV-Positionen sollte der Relationship-Management-Ansatz im Rahmen der Kooperation möglichst friktionsfrei umgesetzt werden können. Dies impliziert, dass die Anzahl der Kooperationspartner nicht zu groß wird, damit der eigene Einfluss im ausreichenden Maße geltend gemacht werden kann und dem Kunden der Eindruck vermittelt wird, dass es sich um ein Leistungsangebot „aus einer Hand“ handelt.

Um die Risiken des Kapitalersatzrechts verbindlich auszuschließen, empfiehlt es sich – analog zur 100%igen Tochtergesellschaft – die Gesellschaftsform der UBG zu wählen (vgl. Abbildung 82). Soweit keiner der Kooperationspartner einen Anteil größer als 40 % hält, wird die Gesellschaft als **offene UBG** qualifiziert. Gegenüber der integrierten UBG besitzt diese den wesentlichen Vorteil, dass die Restriktion hinsichtlich der Anteilseigner der PU entfällt.¹ Ein maximaler Anteil an dem Gemeinschaftsunternehmen von 40 % bedeutet, dass für die Organisationsvariante offene UBG **mindestens drei** Kooperationspartner notwendig sind.

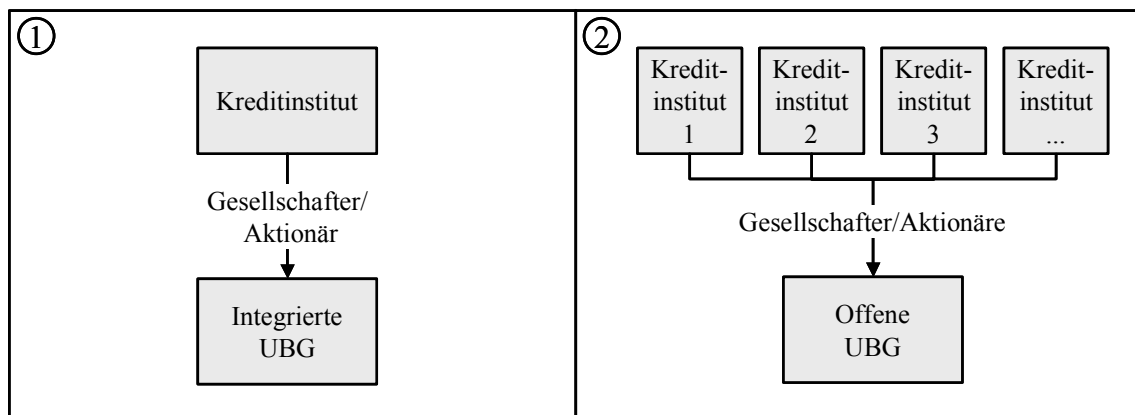


Abbildung 82: Organisationsvarianten integrierte und offene UBG

Insbesondere für Sparkassen und Kreditgenossenschaften bietet sich der **sektorinterne Zusammenschluss von Instituten aus benachbarten Orten** an, da es die regionalen Gemeinsamkeiten erleichtert, dem Anspruch der Kundennähe gerecht zu werden. Zudem bestehen auf dieser Ebene oftmals bereits Kooperationen, die als Basis für die gemeinsame Arbeit im Geschäftsfeld PE genutzt werden können. Nicht zuletzt spricht auch die fortschreitende Konzentration im Bankensektor für die Kooperation regional

¹ Siehe 2. Teil: B. I. 2. b).

benachbarter Institute, da durch eine vorweggenommene Zusammenarbeit unnötige Kostenduplizierungen vermieden werden können.¹

Grundsätzlich sind auch intersektorale Kooperationen beispielsweise zwischen Sparkassen und Kreditgenossenschaften oder aber mit externen PEG möglich.² Auch andere, nicht dem Finanzsektor zugehörige Unternehmen und Institutionen aus dem regionalen Umfeld sind potenzielle Kooperationspartner für eine gemeinsame PEG.³ Im Hinblick auf die angestrebten KKV's „Kundennähe“ und „Ganzheitliche Finanzierung“ ist jedoch von einer zu starken Verwässerung des eigenen Leistungsangebots abzusehen und stattdessen eine **sektorspezifische Kooperation zu präferieren**. Eine solche Fokussierung erleichtert die organisatorische Einbindung der PEG durch eine weitgehend übereinstimmende Vision und Strategie der Gesellschafter und fördert eine einheitliche Wahrnehmung des Leistungsangebots durch den Kunden.

c) Externe dualistische Private-Equity-Gesellschaft mit regionalem Fonds

Den vorgenannten Organisationsvorschlägen ist gemeinsam, dass sie als Gesellschaftsform die gesetzlich geregelte UBG empfehlen. Hierbei handelt es sich um eine monoistische Gesellschaftsform, d. h. Aktiv- und Passivgeschäft werden durch eine Gesellschaft wahrgenommen. Alternativ kann eine gesetzlich nicht speziell reglementierte, dualistische Gesellschaftsform sinnvoll sein, bei der das **Aktiv- und Passivgeschäft auf zwei rechtlich voneinander getrennte Gesellschaften** aufgeteilt ist.⁴

Bezogen auf den Untersuchungsgegenstand regionale Kreditinstitute empfiehlt sich eine dualistische Organisation, wenn die notwendige Mindestgröße nur durch den Zusammenschluss sehr vieler Kooperationspartner mit entsprechend atomisierten Anteilen am Gemeinschaftsunternehmen erreicht wird. Drei wesentliche Gründe sind in einem solchen Fall für eine dualistische PEG mit einer unabhängigen Managementgesellschaft anzuführen:

- Unabhängige Managementgesellschaften können gleichzeitig für verschiedene Fonds tätig sein, wodurch eine bessere **Ressourcenauslastung** erzielt wird.
- Die erforderliche Professionalität ist durch eine unabhängige Managementgesellschaft im Regelfall besser gewährleistet, da für kleine PEG ein Hauptengpass darin

¹ Zur Entwicklung der Bankenkonzentration siehe 1. Teil: B. III. 2.

² Praxisbeispiele hierfür sind die BTG Beteiligungsgesellschaft Hamburg mbH und die Saarländische Kapitalbeteiligungsgesellschaft mbH.

³ Ein Beispiel hierfür ist der Startkapital-Fonds Augsburg GmbH.

⁴ Siehe 2. Teil: A. III. 2. c)

besteht, ausreichend eigene **PE-Expertise** aufzubauen bzw. am Arbeitsmarkt zu akquirieren.¹

- Eine monoistische Struktur führt bei einer sehr großen Anzahl an Gesellschaftern (tendenziell) dazu, dass sich das operative Geschäft deutlich **komplexer** darstellt als bei einer separierten und einfacher strukturierten Managementgesellschaft.

Im Hinblick auf die Risiken des Kapitalersatzrechts ist durch die Konstruktion der PEG und die Ausgestaltung des Geschäftsbesorgungsvertrages nachprüfbar sicherzustellen, dass Missbrauchsmöglichkeiten ausgeschlossen sind. Eine **verbindliche Rechtssicherheit** wie bei der Gesellschaftsform UBG ist jedoch **kaum zu erreichen**, da ein maßgeblicher Einfluss auch unabhängig von der Höhe des Kapitalanteils bestehen kann.²

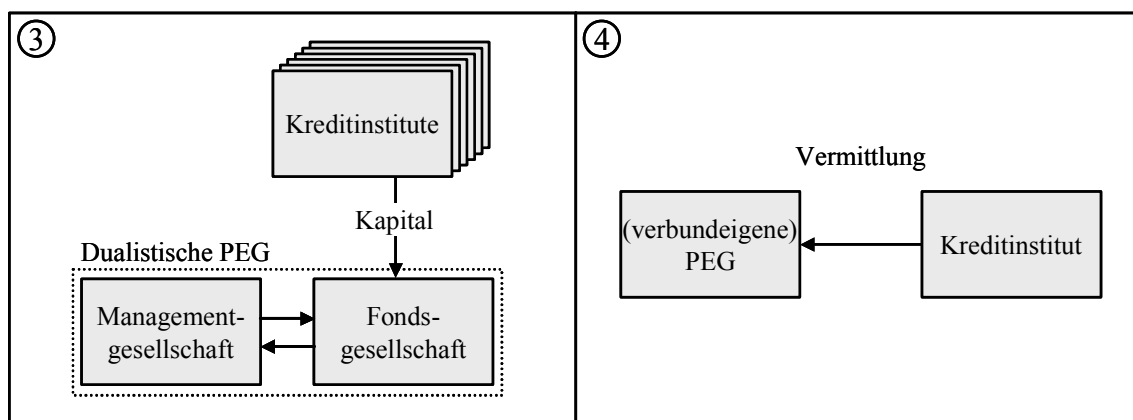


Abbildung 83: Organisationsvarianten externe dualistische Private-Equity-Gesellschaft und Vermittlungsgeschäft

Für Sparkassen und Kreditgenossenschaften sind unter dem Gesichtspunkt der einheitlichen Wahrnehmung durch den Kunden und im Hinblick auf das Verbundprinzip grundsätzlich verbundeigene Managementgesellschaften zu bevorzugen.³ Um den Aspekt der Kundennähe und der regionalen Verwurzelung zu betonen, kann es darüber hinaus sinnvoll sein, den PE-Fonds sowohl hinsichtlich der Kapitalgeber als auch bezüglich der PU **regional zu begrenzen** und dies durch eine entsprechende Namensgebung und flankierende Marketingmaßnahmen aktiv zu vermarkten. Die Tragweite einer solchen regionalen Begrenzung sollte jedoch nicht überbewertet werden, da es für die angestrebten KKV-Positionen „Kundennähe“ und „Ganzheitliche Finanzierung“ viel entscheidender ist, wie die Zusammenarbeit zwischen PEG, Kreditinstitut und Kunde ausgestaltet wird.

¹ Vgl. Mackewicz, D. (1999), S. 36; Koo, R. (2001), S. 195.

² Siehe 2. Teil: B. I. 2. b).

³ Vgl. Schierenbeck, H. (1999), S. 341.

d) Vermittlungsgeschäft

Die reine Vermittlung von potenziellen PU an eine PEG ist die Organisationsform des PE-Geschäfts, die das geringste Maß an eigenen Aktivitäten erfordert (vgl. Abbildung 83). Aus Kosten- und Risikogesichtspunkten, aber auch unter dem Blickwinkel des erforderlichen Know-hows kommt diese Variante vornehmlich für **kleine regionale Kreditinstitute** in Betracht. Die empirische Erhebung unterstreicht dies.¹ Insbesondere die im Durchschnitt deutlich kleineren Kreditgenossenschaften präferieren es mehrheitlich, potenzielle PU an ihre Zentralbank bzw. deren Tochtergesellschaft weiterzuvermitteln.

Fraglich ist, inwieweit es im Rahmen der reinen Vermittlung möglich ist, dem Anspruch der Kundennähe und der Ganzheitlichkeit des Finanzierungsangebots gerecht zu werden. Wenn die vereinbarten Modalitäten der Zusammenarbeit zwischen PEG und Kreditinstitut nicht explizit den Erfordernissen eines konsequenten Relationship-Managements Rechnung tragen, besteht die Gefahr, dass die zentralen KKV-Potenziale ungenutzt bleiben und somit kein bedeutender Vorteil gegenüber den relevanten Wettbewerbern besteht. Es muss daher im Interesse beider Seiten – des Kreditinstituts und der (verbundeigenen) PEG – sein, die Kundenbetreuung so auszugestalten, dass der Kunde nicht mit zwei eigenständig agierenden Finanzintermediären separat in Geschäftsverbindung steht, sondern dass er ein maßgeschneidertes, ganzheitliches Finanzierungskonzept **mit einem Relationship-Manager als zentralen Ansprechpartner** erhält.²

Wie die empirische Analyse deutlich gemacht hat, wird das derzeitige PE-Angebot der Zentralbanken von den Primärbanken sowohl im Sparkassen- als auch im Kreditgenossenschaftssektor sehr kritisch gesehen. **Es bedarf daher weitreichender Veränderungen**, um die Basis für ein Vermittlungsgeschäft zu schaffen, welches konform zu den hier identifizierten KKV-Potenzialen ist.

¹ Siehe Kapitel A. IV. II.

² Vgl. Schierenbeck, H. (1999), S. 341.

C. Integration der Geschäftsfeldsteuerung in das Ertragsorientierte Bank-Controlling

Nachdem die Entscheidungsparameter des Geschäftsfeldaufbaus konkretisiert wurden, widmen sich die abschließenden Ausführungen der Einbindung der Geschäftsfeldsteuerung in das Ertragsorientierte Bank-Controlling.

I. Das Marktzinsmodell der Investitionsrechnung als Grundpfeiler für das Controlling des Geschäftsfeldes Private Equity

1. Kritische Würdigung der Rentabilitätskennziffer Internal Rate of Return

Zur Rentabilitätsbeurteilung der Finanzierungsform PE wird in Theorie und Praxis regelmäßig die IRR als zentrale Kennziffer herangezogen. Auch im Rahmen der Deskription des PE-Marktes im zweiten Teil der Arbeit wurde dieses Rentabilitätsmaß bereits verwendet (vgl. 2. Teil: C. III.). Dabei wurde zunächst auf eine Vertiefung der mit der Berechnung und Interpretation der IRR verbundenen Probleme verzichtet. Für die zielgerichtete Steuerung des Geschäftsfeldes PE ist es jedoch unumgänglich, die **Grenzen und Problembündel** der IRR offen zu legen.

Die IRR – oder synonym die Interne Zinsfuß-Methode – ist den **dynamischen Partialverfahren** der Investitionsrechnung zuzuordnen. Dynamisch bedeutet, dass der zeitliche Anfall den „Wert“ von Erfolgsgrößen beeinflusst. Dies hebt sie in ihrem Aussagegehalt von einfachen, statischen Rentabilitätsmaßen positiv ab, da es im Hinblick auf die Vorteilhaftigkeit einer Investition relevant ist, zu welchem Zeitpunkt Einnahmen und Ausgaben anfallen.¹ Formal stellt sich die IRR als der Zinssatz dar, bei dem die mit ihm abgezinste Zahlungsreihe einer Investition genau zu einem Kapitalwert von Null führt:

$$C_0 = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1 + IRR)^t} = 0$$

mit: C_0 = Kapitalwert

CF_t = Cashflow in der Periode t

IRR = Internal Rate of Return

¹ Zu den statischen Rentabilitätsmaßen, die in offiziellen PE-Statistiken regelmäßig zusätzlich zur IRR ausgewiesen werden, zählen z. B. die Kennzahl „Distribution to Paid-In“ (DPI, Verhältnis kumulativer Auszahlungen zu kumulativen Einzahlungen) oder die „Residual to Paid-In“ (RVPI, Wert der Portfolio-beteiligungen im Verhältnis zu den kumulativen Einzahlungen) (vgl. European Private Equity & Venture Capital Association (Hrsg.) (2001), S. 8).

Das Aufstellen der Zahlungsreihe wirft immer dann Probleme auf, wenn die Rentabilität nicht ex post für bereits realisierte Beteiligungen ermittelt wird, sondern für noch bestehende oder zukünftige Beteiligungen. Das **Unsicherheitsproblem** der Cashflowprognose ist für PE-Finanzierungen im besonderen Maße evident, da PE bevorzugt in vom stetigen Entwicklungspfad abweichenden Unternehmenssituationen zum Einsatz gelangt, wodurch die Extrapolation von Vergangenheitswerten erschwert bzw. unmöglich wird. Alternative Rentabilitätsmaße sind von dem Unsicherheitsproblem jedoch in gleicher Weise betroffen, so dass es sich hierbei nicht um einen spezifischen Kritikpunkt an der IRR-Methode handelt.

Erfolgt die Wertfeststellung bestehender Beteiligungen unter Zugrundelegung der Bewertungsrichtlinie der evca, so führt dies zu einer extrem konservativen Renditeermittlung.¹ Die eigentlichen Wertzuwächse einer Beteiligung können der Richtlinie folgend zumeist erst gegen Ende der Beteiligungsdauer berücksichtigt werden. Fehlinvestitionen, die eine Liquidation oder tiefere Bewertung bedingen, werden dagegen unmittelbar berücksichtigt. Gleiches gilt für die Kosten der Beteiligung, denen zu Beginn kaum Erträge entgegenstehen. In der Summe resultiert hieraus ein **buchhalterischer Wertverlauf in Form einer J-Kurve**, der die tatsächliche Wertentwicklung einer Beteiligung bzw. eines Fonds nur unzureichend widerspiegelt.² Vor diesem Hintergrund ist es zu empfehlen, zwischen IRR-Kennzahlen für externe Adressaten entsprechend der evca-Richtlinie sowie IRR-Kennzahlen nach eigenen Bewertungsansätzen für interne Steuerungszwecke zu differenzieren.³

Ein weiteres wesentliches Problem der IRR liegt in ihrer **mathematischen Unvollkommenheit** begründet. So kann es bei Cashflow-Profilen, bei denen das Vorzeichen der Zahlungen mehr als einmal wechselt, vorkommen, dass entweder keine IRR berechnet werden kann oder dass mehrere IRR auftreten.⁴ Für einzelne Beteiligungen ist die mathematische Unvollkommenheit aufgrund des typischen J-Kurvenverlaufs der Nettzahlungen im Regelfall unproblematisch. Werden jedoch Einzelcashflows aggregiert, um die Rentabilität mehrerer Beteiligungen – z. B. eines Fonds oder einer PEG – zu berechnen (pooled IRR), so ist es aufgrund der Komplexität des Summencashflows nicht auszuschließen, dass die mathematische Unvollkommenheit schlagend wird.⁵ Im Falle eines mehrdeutigen Ergebnisses kann es oftmals helfen, die Zahlungsreihe leicht

¹ Siehe 2. Teil: C. III. 1.

² Vgl. Heim, D. (2001), S. 488.

³ Vgl. Schefczyk, M. (2000), S. 158

⁴ Vgl. Rolfes, B. (1998), S. 72-88.

⁵ Vorzeichenwechsel im Summencashflow sind insbesondere dann zu erwarten, wenn die Einzelcashflows verschiedene Startzeitpunkte besitzen.

zu variieren, um eine Eindeutigkeit herbeizuführen.¹ Sollte dies nicht möglich sein, so bietet sich als alternatives Renditemaß für die gleichzeitige Bewertung mehrerer Beteiligungen die **kapitalgewichtete durchschnittliche IRR** an. Diese vernachlässigt jedoch die Zeitdauer der Einzelcashflows und gibt daher häufig ein irreführendes Bild der Gesamtrentabilität wieder.²

Als der wohl bedeutendste Kritikpunkt der IRR gilt, dass die Berechnungsmethode generell die implizite Prämisse enthalte, dass alle zwischenzeitlichen Einnahmeüberschüsse (-defizite) bis zum Beteiligungsende zum internen Zinssatz angelegt (finanziert) werden müssten („**Wiederanlageprämisse**“). Wie *Rolfes* jedoch herausgearbeitet hat, sind bei einer isolierten Betrachtung nur eines Investments keine zusätzlichen Annahmen über die Verwendung der zwischenzeitlichen Rückflüsse notwendig.³ Denn die IRR gibt nichts anderes als die Rendite des jeweils periodisch noch gebundenen, d. h. noch nicht amortisierten (Rest-)Kapitals an. Erst beim Vergleich der IRR zweier oder mehrerer Investments werden implizit Wiederanlageprämissen gesetzt. Diese resultieren aus den unterschiedlichen Kapitalverläufen der Investitionsalternativen und damit aus der Notwendigkeit, Investitionen mit geringerem Kapitaleinsatz durch eine Zusatzinvestition kapitalmäßig mit der „kapitalkräftigeren“ gleichzustellen. Es handelt sich somit streng genommen nicht um ein Wiederanlageproblem, sondern um ein Problem notwendiger **Differenzinvestitionen**.⁴

Durch die impliziten Differenzinvestitionen wird das Prinzip der **Einzelbewertung** durchbrochen, da das Investment nicht isoliert, sondern zusammen mit den impliziten Differenzinvestitionen betrachtet wird. Im Rahmen eines Investmentvergleichs auf Basis der IRR gilt es somit, sich über das Ausmaß der implizit unterstellten Differenzinvestitionen hinsichtlich Volumen und zeitlicher Erstreckung Transparenz zu verschaffen. Sofern sich die impliziten Annahmen als unrealistisch bzw. spekulativ herausstellen, ist die Aussagekraft des IRR-Vergleichs stark eingeschränkt.

Um das Niveau der IRR bewerten zu können, bedarf es eines Vorteilhaftigkeitsmaßstabs. In der klassischen Investitionsrechnung geschieht dies häufig mit Hilfe eines mehr oder minder pauschal festgelegten einheitlichen Kalkulationszinsfußes, der beispielsweise die Wunschverzinsung im Sinne eines Mindestgewinns zum Ausdruck bringt.⁵ Die Differenz von IRR und Kalkulationszinsfuß wird als **Investitionsmarge** bezeich-

¹ Vgl. Rolfes, B. (1998), S. 87.

² Vgl. Bader, H. (1996), S. 320.

³ Vgl. Rolfes, B. (1998), S. 50-72.

⁴ Vgl. ebenda, S. 67.

⁵ Vgl. Rolfes, B. (1993), S. 692.

net.¹ Eine positive Investitionsmarge bedeutet, dass das Investment vorteilhaft ist. Ein solches Kalkül verstößt jedoch ebenfalls gegen die Einzelbewertung, da eine auf diese Weise ermittelte Investitionsmarge nicht allein durch die Investition, sondern auch durch implizit angenommene Kapitalstrukturen bzw. Finanzierungsmaßnahmen und dem daraus resultierenden Finanzierungserfolg determiniert wird.²

Als weiterer Kritikpunkt ist anzuführen, dass die Rentabilitätsmessung und -steuerung allein auf Basis der IRR nicht kompatibel zu der im modernen Bank-Controlling dominierenden Marktzinsmethode ist.³ Die Integration der ausschließlich auf der IRR basierenden Ergebnisrechnung für das Geschäftsfeld PE in das Steuerungssystem der Bank ist somit nur mit **konzeptionellen Brüchen** und einer entsprechend verminderten Gesamtqualität der Entscheidungs- und Kontrollrechnung möglich.

Nachfolgend wird gezeigt, wie mit Hilfe des sogenannten Marktzinsmodells der Investitionsrechnung wesentliche Kritikpunkte der IRR ausgeräumt werden.

2. Rentabilitätscontrolling mit dem Marktzinsmodell der Investitionsrechnung

a) Konstruktionsprinzipien des Marktzinsmodells der Investitionsrechnung

Die Ursprünge des Marktzinsmodells der Investitionsrechnung liegen in der modernen Bankkalkulation und der dort entwickelten „**Marktzinsmethode**“, die auf dem Grundgedanken der pretialen Lenkung von *Schmalenbach* basiert.⁴ Da die Zahlungsreihen von Investitionen formal mit denen von Kreditgeschäften im Bankgewerbe übereinstimmen, liegt es nahe, die Marktzinsmethode auf die Investitionsrechnung zu übertragen.⁵

Im Rahmen der Investitionsrechnung soll das Marktzinsmodell nicht die klassischen partialen Investitionskalküle wie die IRR und den Kapitalwert ersetzen, sondern vielmehr dazu beitragen, den Informationsgehalt dieser Verfahren zu verbessern.⁶ Die entscheidende konzeptionelle Erweiterung gegenüber den klassischen Investitionskalkülen besteht darin, dass als Kalkulationszinsfuß resp. Opportunität statt eines einheitlichen pauschalen Zinssatzes die im Entscheidungszeitpunkt an den Geld- und Kapital-

¹ Vgl. Schierenbeck, H./Lister, M. (2001), S. 241.

² Vgl. ebenda, S. 231.

³ Der Begriff der „Marktzinsmethode“ wurde von *Schierenbeck* geprägt, der die Entwicklung und weitere Spezifizierung dieses Kalkulationsverfahrens maßgeblich vorantrieb. Im Sprachgebrauch der Bankkalkulation hat sich diese Bezeichnung durchgesetzt (vgl. Schierenbeck, H. (2001a), S. 43-292; Banken, R. (1987), S. 55 ff.). In früheren Jahren wurde das Kalkulationsverfahren auch als „Wertsteuerung“ oder „Opportunitätszinsmethode“ bezeichnet (vgl. Flechsig, R./Flesch, H.-R. (1982), S. 454 ff.; Droste, K. D. et al. (1983), S. 313 ff.).

⁴ Vgl. Schierenbeck, H. (2001a), S. 43-292; Rolfes, B. (1998), S. 120; Schmalenbach, E. (1947).

⁵ Vgl. Schierenbeck, H./Lister, M. (2001), S. 230 f.

⁶ In Anlehnung an Rolfes, B. (1998), S. 121 f.

märkten zu beobachtenden **laufzeitabhängigen Marktzinssätze** herangezogen werden. Gegenüber internen Kalkulationszinssätzen besitzen die externen Marktzinssätze den Vorteil, dass sie **objektiv** sind und nicht von vergangenen (Fehl-)Entscheidungen oder unsicheren Zukunftserwartungen abhängen. Sie gewährleisten zudem, dass der Vorteilhaftigkeitsmaßstab für eine Investition stets **aktuell** ist.¹

Als Prämisse wird im Marktzinsmodell eine **kapitalstrukturkongruente** Investitionsfinanzierung unterstellt. Ergebnisbestandteile, die aus einer inkongruenten Finanzierung resultieren, werden nicht der Grundinvestition zugerechnet, sondern in einem separaten „**Finanzierungsergebnis**“ als eigenständige Erfolgsquelle ausgewiesen.² Mit der Aufspaltung der Ergebnisbestandteile wird eine **Einzelbewertung** der Investition frei von dem Problem der impliziten Wiederanlagen ermöglicht.

Die Wiederanlage und Finanzierungsstruktur ist von einer zentralen Stelle zu steuern und zu verantworten (z. B. „**Treasury**“ oder „**Asset-Liability-Management**“). Diese Ergebnisspaltung ist deshalb steuerungsadäquat, weil zum einen die Ergebnisbeiträge aus der Fristentransformation auch ohne jede Investition erzielt werden können und somit nicht originär einer Investition zuzurechnen sind. Zum anderen kann nur auf Gesamtbankebene (bzw. Gesamtunternehmensebene) und nicht auf Einzelgeschäftsebene sichergestellt werden, dass die übergeordnete Fristen- und Kapitalstruktur konform zur unternehmensindividuellen Zinserwartung, Risikobereitschaft und Risikotragfähigkeit gesteuert wird.

b) Dekomposition der IRR mit Hilfe des Marktzinsmodells der Investitionsrechnung

Anhand eines Berechnungsbeispiels wird nachfolgend gezeigt, wie mit Hilfe des Marktzinsmodells der Investitionsrechnung der Informationsgehalt der IRR erhöht wird. So werden für eine Investition (resp. PE-Beteiligung) zusätzlich zur IRR der **marktzinsbasierte, kapitalstrukturkongruente Kalkulationszins** sowie die **Investitionsmarge** ermittelt. Da eine umfassende Darstellung der alternativen Berechnungswege den Rahmen dieser Arbeit übersteigt, wird im Beispiel ausschließlich die relativ einfach durchzuführende Berechnung mit Hilfe von **Zerobond-Abzinsfaktoren** vorgestellt.³

Als Zahlungsreihe der PE-Investition wird der in Abbildung 84 dargestellte Cashflow angenommen. Mit Hilfe der bereits vorgestellten Berechnungsformel kann über Interpo-

¹ Vgl. Schierenbeck, H./Lister, M. (2001), S. 231.

² Vgl. ebenda.

³ Zur Vertiefung des Marktzinsmodells siehe Schierenbeck, H. (2001a), S. 43-292; Schierenbeck, H./Lister, M. (2001), S. 224-282; Rolfes, B. (1998), S. 120 ff.; Wiedemann, A. (1998).

lation eine IRR von 10 % ermittelt werden.¹ Wie die Aufspaltung des Cashflows in Zins und Tilgung bzw. Zusatzfinanzierung verdeutlicht, entspricht die IRR der **Verzinsung des jeweils periodisch gebundenen Kapitals** (vgl. oberes Drittel der Abbildung 84).

	0	1	2	3
Cashflow	-1.000	0	510	770
Zins (IRR = 10,0%)	-	-100	-110	-70
Tilgung/Finanzierung	-	-100	400	700
Kapital	-1.000	-1.100	-700	0
Marktzinsstruktur		4,0%	5,5%	6,5%
Zerobond- Abzinsfaktoren		0,96154	0,89774	0,82549
Barwert des Cashflows	-1.000	0	457,85	635,63
Barwert der Kapitalbindung		961,54	987,51	577,84
Investitionsmarge	$= \frac{\Sigma \text{Barwert des Cashflows}}{\Sigma \text{Barwert der Kapitalbindung}} = \frac{93,47}{2.526,90} = 3,7 \%$			
Kalkulationszins (bei kongruenter Finanzierung)	$= \text{IRR} - \text{Investitionsmarge} = 10,0 \% - 3,7 \% = 6,3 \%$			

Abbildung 84: Exemplarische IRR-Dekomposition im Marktzinsmodell der Investitionsrechnung

Des Weiteren seien als laufzeitspezifische Marktzinsen die in Abbildung 84 dargestellten Zinssätze angenommen. Aus der Marktzinsstruktur lassen sich losgelöst von irgendeiner speziellen Zahlungsreihe die sogenannten (arbitragefreien) Zerobond-Abzinsfaktoren ermitteln, die eine direkte Abzinsung des Cashflows konform zum Marktzinsmodell ermöglichen.² Die Summe der einzelnen Cashflow-Barwerte in Höhe von 93,47 entspricht dem **Kapitalwert** der Investition.

¹ Zur Berechnung der IRR bieten sich alternativ Tabellenkalkulationsprogramme an.

² Zur Ermittlung der Zerobond-Abzinsfaktoren vgl. Schierenbeck, H./Lister, M. (2001), S. 235-238 und die dort genannte Literatur.

Ebenfalls mit Hilfe der Zerobond-Abzinsungsfaktoren zu berechnen sind die Barwerte der Kapitalbindung in den einzelnen Perioden. Die Barwertsumme der Kapitalbindung, die nur ein rein rechnerisches Konstrukt ist,¹ beträgt im Beispiel 2.526,90. Wie über alternative Berechnungswege bewiesen werden kann, entspricht das Verhältnis von Kapitalwert zur Barwertsumme der Kapitalbindung der **Investitionsmarge**.² Diese wird auch als Netto-Investitionsrendite bezeichnet, da sie sich alternativ als Differenz von IRR und dem kapitalstrukturkongruenten Kalkulationszinsfuß errechnen lässt.³ Durch Umstellung dieser Gleichung lässt sich der kapitalstrukturkongruente Kalkulationszins einfach ermitteln (vgl. Abbildung 84). Im Beispiel beträgt er 6,3 %.

Die Einbindung der so ermittelten Investitionsmarge und des kapitalstrukturkongruenten Kalkulationszinsfußes in das Bank-Controlling ist Gegenstand der nachfolgenden Betrachtungen.

3. Integration des Marktzinsmodells der Investitionsrechnung in das Bank-Controlling

Eine zentrale Voraussetzung für die Anwendbarkeit des Marktzinsmodells der Investitionsrechnung ist, dass das betreffende Unternehmen **Zugang zum Geld- und Kapitalmarkt** besitzt und dort zu Marktkonditionen Gelder unterschiedlicher Fristigkeit beschaffen und anlegen kann.⁴ Für die hier relevanten Anwendungsfälle „PEG als Tochtergesellschaft von Banken“ bzw. „unabhängige PEG mit Banken als Kapitalinvestoren“ kann diese Voraussetzung als erfüllt angesehen werden. Auch wenn die PEG keinen eigenen direkten Zugang zum Geld- und Kapitalmarkt besitzt, so besteht in jedem Fall ein indirekter Zugang über die kapitalgebende(n) Bank(en).

Abbildung 85 zeigt, wie die auf dem Marktzinsmodell der Investitionsrechnung basierende Ergebnisrechnung für das organisatorisch ausgegliederte Geschäftsfeld PE im Rahmen einer **übergreifenden Betrachtung** ohne konzeptionelle Brüche in das Bank-Controlling integriert werden kann.

Die Investitions- bzw. PE-Marge in Höhe von 3,7 % (vgl. vorstehendes Berechnungsbeispiel), die sich unter der Prämisse der kapitalstrukturkongruenten Finanzierung errechnet, wird dem Beteiligungsergebnis der PEG zugerechnet. Spätere Abweichungen von dem zum Entscheidungszeitpunkt prognostizierten Cashflow, die in der Nachkalku-

¹ Vgl. Schierenbeck, H./Lister, M. (2001), S. 242.

² Vgl. Rolfes, B. (1998), S. 120 ff.

³ Vgl. Schierenbeck, H./Lister, M. (2001), S. 239 f.

⁴ Vgl. Rolfes, B. (1998), S. 127 f.

lation zu einer Erhöhung oder Verringerung der Investitionsmarge führen, sind **vollständig durch die PEG** zu verantworten.

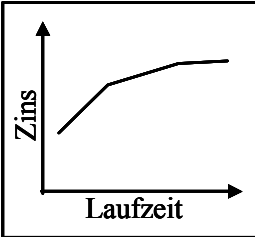
Aktiv		Geld- und Kapitalmarkt		Passiv	
Private-Equity-Beteiligung	Kapitalstrukturkongruente Finanzierung			1-Jahres-Geld	Kunden-Einlage 1 Jahr
10 %	6,3 %			4 %	3,5 %
3,7 %	2,3 %		0,5 %		
Investitionsmarge („PE-Marge“)	Transformationsmarge (bzw. Finanzierungsmarge)		Konditionsmarge Passiv		
Verantwortung durch Private-Equity-Gesellschaft	Verantwortung durch zentrales Treasury (Asset-Liability-Management)		Verantwortung durch dezentrales Profit-Center		

Abbildung 85: Ergebnisspaltung und -verantwortung entsprechend dem Grundkonzept der Marktzinsmethode¹

Für den Fall, dass die PE-Beteiligung strukturkongruent finanziert wird, errechnet sich eine Finanzierungsmarge (im Bank-Controlling „Transformationsmarge“²) von null. Durch eine inkongruente Finanzierung können sich die periodischen Überschüsse der PE-Investition verändern. In dem in Abbildung 85 dargestellten Beispiel wird eine Finanzierung mit 1-Jahres-Geld zu 4 % unterstellt. Die daraus resultierende **periodische Transformationsmarge** von 2,3 % ist vollständig der zentralen Disposition des Kreditinstituts zuzurechnen. Diese periodische Transformationsmarge wird durch das Risiko „erkauft“, dass der Marktzins für 1-Jahres-Geld innerhalb der dreijährigen Laufzeit steigt. Eine Veränderung der Zinsstruktur wirkt sich – der Ergebnisspaltung der Marktzinsmethode folgend – ausschließlich auf das durch das Kreditinstitut zu verantwortende Transformationsergebnis aus, wohingegen das Investitionsergebnis der PEG nicht tangiert wird.

Zu ergänzen ist, dass die Refinanzierung des Kreditinstituts nicht vollständig über den Geld- und Kapitalmarkt erfolgen muss, sondern alternativ auch durch Kundengeschäfte

¹ In Anlehnung an Rolfes, B. (1999), S. 12 f.

² Vgl. Schierenbeck, H. (2001a), S. 70-156.

möglich ist, wodurch **passivische Konditionsmargen** erwirtschaftet werden können, die den dezentralen Profit-Centern zugerechnet werden.

Aufgrund der Kompatibilität der Ergebnissteuerung von PEG und Banken ist der **organisatorische und technische Aufwand** zur Implementierung einer integrierten Ergebnissteuerung als **relativ gering einzustufen**. Letztlich determiniert jedoch die gewählte Organisationsvariante des ausgegliederten Geschäftsfeldes PE, welche Möglichkeiten zur Einflussnahme und Gestaltung im Hinblick auf eine integrierte Steuerung bestehen.

II. Verknüpfung von zentraler Struktursteuerung und dezentraler Steuerung des Geschäftsfeldes Private Equity im Dualen Steuerungsmodell

1. Das Geschäftsfeld Private Equity im Dualen Steuerungsmodell

Mit dem in den Grundzügen vorgestellten Marktzinsmodell der Investitionsrechnung steht ein Kalkulationsinstrument zur Verfügung, welches eine klare Trennung des dezentral von der PEG zu verantwortenden Investitionsergebnisses und dem zentral zu verantwortenden Strukturergebnis aus der Fristentransformation ermöglicht und dabei die Kompatibilität zur Marktzinsmethode sicherstellt.

Die Ergebnisinformationen des Marktzinsmodells resp. der Marktzinsmethode besitzen Gültigkeit im Rahmen abgegrenzter Entscheidungsbereiche und vorgegebener Restriktionen, ohne dabei übergeordneten Zielsetzungen und möglichen Engpasssituationen der Bank bzw. der PEG Rechnung zu tragen. Als Partialansatz kann es die Marktzinsmethode jedoch nicht leisten, sämtliche das Zins- und Beteiligungsgeschäft betreffende Einzelentscheidungen in Bezug auf die Gesamtzielsetzung der Bank zu optimieren.¹

Um eine Abstimmung mit den Gesamtunternehmenszielen zu erreichen und um übergeordnete Interdependenzen zu berücksichtigen, wird die Marktzinsmethode im Konzept des Ertragsorientierten Bankmanagements in das sogenannte „**Duale Steuerungsmodell**“ eingeordnet, welches die dezentrale Steuerungsphilosophie der Marktzinsmethode um eine zentrale Struktursteuerung ergänzt (vgl. Abbildung 86).²

Die einzelnen unternehmerischen Entscheidungstatbestände werden im Dualen Steuerungsmodell entsprechend ihres Beeinflussungs- und Verantwortungsbereichs zugeordnet. So obliegen der **zentralen Struktursteuerung** all jene Problemkreise, die nur von der Zentraldisposition der Bank beurteilt und verantwortet werden können.³ Hierzu zählt z. B. die zuvor dargestellte Steuerung des Strukturbeitrags aus der Fristentransformati-

¹ Vgl. Rolfes, B. (1998), S. 273.

² Vgl. Schierenbeck, H. (2001a), S. 293-303.

³ Vgl. ebenda, S. 297.

on. Weitere Aufgaben der zentralen Struktursteuerung, die durch eine direkte Verknüpfung zur dezentralen Markt-(bereichs-)steuerung gekennzeichnet sind, liegen in der strategischen Fixierung der Entscheidungsfelder für die Marktbereiche, z. B. zentrale Produkt-, Geschäftsfeld- und Investitionsentscheidungen.¹

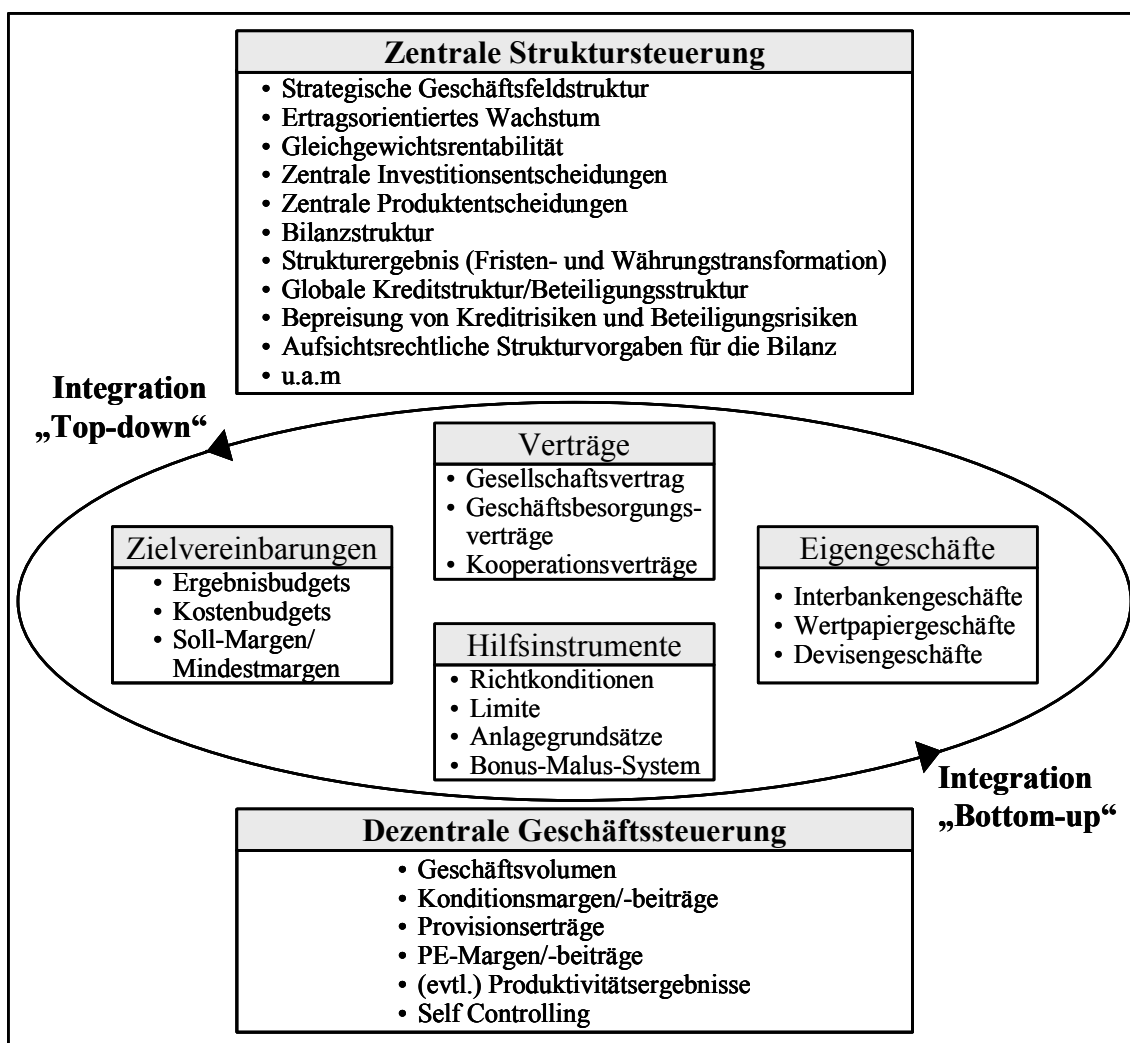


Abbildung 86: Elemente des Dualen Steuerungsmodells²

Der zentralen Struktursteuerung ebenfalls zuzuordnen ist die globale (Vor-)Steuerung und Kontrolle des PE-Portfolios. Von besonderer Bedeutung ist in diesem Zusammenhang, dass die Risikoexpositionen im PE- und Kreditportfolio nicht unabhängig voneinander sind. Nur durch eine **übergreifende Betrachtung** des PE- und des Kreditgeschäfts ist es möglich, Klumpenrisiken und Diversifikationseffekte im **Gesamtportfolio** zu identifizieren und diese im Hinblick auf das Risikotragfähigkeitspotenzial und das Risiko-Chancen-Kalkül aktiv zu steuern.

¹ Vgl. Schierenbeck, H. (2001e), S. 91.

² In Anlehnung an Schierenbeck, H. (2001a), S. 301.

Ein gemeinsames Portfolio- bzw. Bilanzstrukturmanagement ist auch aufgrund **aufsichtsrechtlicher Strukturvorgaben** erforderlich. Beispielsweise fallen die PE-Beteiligungen unter den Kreditbegriff des § 19 KWG (vgl. 2. Teil: B. II. 3.). Je nach Art der organisatorischen Einbindung des PE-Geschäftsfeldes bzw. je nach Höhe des Anteils an der ausgegliederten PEG wird es notwendig, die engagementbezogenen Risikoaktiva aus dem Kredit- und Beteiligungsgeschäft zu einer Gesamtposition zu aggregieren und den Großkreditvorschriften des § 13 KWG zu unterwerfen.

Die engagementbezogene Steuerung ist zugleich Bestandteil der dezentralen Geschäftssteuerung, welche all jene Aufgaben umfasst, die mit dem Kundengeschäft „vor Ort“ verbunden sind.¹ Hierzu zählt z. B. die Akquisition der Geschäftsvolumina mit ausreichenden, risikoadjustierten Konditions- bzw. Investitionsmargen (vgl. Abbildung 86). Darüber hinaus sind die übrigen Erfolgskomponenten eines Kundengeschäfts wie Provisionserträge, (Standard-)Einzelkosten und die (Standard-)Risikokosten in die Kalkulation einzubeziehen. Hierfür existieren im Konzept der Ertragsorientierten Banksteuerung weitere Instrumente wie die **Prozessorientierte Standard-Einzelkostenrechnung**² sowie die verschiedenen Ansätze zur Ableitung von **Standard-Risikokosten**.³

Während das erstgenannte Instrument ohne Einschränkung auf das Geschäftsfeld PE zu übertragen ist, wirft die Kalkulation von Standard-Risikokosten im PE-Geschäft gewisse konzeptionelle Probleme auf, da es im Regelfall an einer ausreichend großen historischen Datenbasis mangelt.⁴ Zur Überwindung der Prognoseschwierigkeiten können die erforderlichen Parameter beispielsweise mit Hilfe von **Scoring-Modellen** geschätzt werden, welche im Rahmen der Due Diligence ohnehin häufig Verwendung finden.⁵ Der Bewertungsalgorithmus des Scoring-Modells wird zuerst mit einem normativen Ansatz postuliert und ist anschließend durch die Praxis zu verifizieren.⁶ Ebenso ist es möglich, die Anwendung moderner **Kreditportfoliomodelle** auf das PE-Geschäft aus-

¹ Vgl. Schierenbeck, H. (2001a), S. 297.

² Vgl. ebenda, S. 348-374.

³ Zum Konzept der (Standard-)Risikokosten siehe 1. Teil: A. III. 2. c).

⁴ Zudem führt die hohe Volatilität der Erträge (resp. der Verluste) der PE-Investments zu einem im Vergleich zum Kreditgeschäft höheren unerwarteten Verlust. Dieser ist zur Absicherung mit ökonomischem Risikokapital zu unterlegen (siehe 1. Teil: A. III. 2. c)). Hierfür sind wiederum kalkulatorische Eigenkapitalkosten in die Soll-Kondition einzupreisen. Durch das hohe Maß an Unsicherheit und die fehlenden Vergangenheitswerte wird die Kalkulation erheblich erschwert.

⁵ Vgl. Süchting, J./Kill, R./Neitzel, M. (1999), S. 31 ff.; Jugel, St. et al. (2001), S. 42.

⁶ Vgl. Schefczyk, M. (2000), S. 141 f. Weiterführend zum Einsatz von Scoring-Modellen zur Quantifizierung des Risikos vgl. Kirmße, St. (1996), S. 116-123.

zuweiten, um die erforderlichen Kalkulationsgrößen mit Hilfe des Modells zu ermitteln.¹

Den dezentralen kundenverantwortlichen Bereichen sind im Sinne des **Kongruenzprinzips** die zur Erfüllung der Aufgaben notwendigen Kompetenzen zuzuweisen.² Dies schafft die Voraussetzung für eine verursachungsgerechte Ergebnisrechnung, erhöht die Flexibilität und Entscheidungsgeschwindigkeit, aktiviert das dezentral vorhandene Markt-Know-how und wirkt motivationsfördernd im Sinne des Job-Enrichments.³ Diesem Prinzip folgend ist die **Integration** von dezentraler Steuerung des Geschäftsfeldes PE und zentraler Struktursteuerung ein elementarer Erfolgsfaktor, da einerseits in jedem Fall eine organisatorische Ausgliederung des Geschäftsfeldes PE zu wählen ist (vgl. Abschnitt B. III. 1.), andererseits die anzustrebenden KKV's „Kundennähe“ und „Ganzheitlichkeit des Finanzierungsangebots“ eine enge Abstimmung mit den übrigen Organisationseinheiten und Leistungsangeboten voraussetzen. Die nachfolgenden Betrachtungen widmen sich den Instrumenten, die der Integration der dualen Verantwortungsbereiche dienen.

2. Integrationsinstrumente

Da eine organisatorische Ausgliederung des Geschäftsfeldes PE in jedem Fall zu favorisieren ist, sind von den verschiedenen Integrationsinstrumenten an erster Stelle die **Verträge** zu nennen, die zusammen mit den gesetzlichen Vorschriften den institutionellen Rahmen für das Geschäftsfeld PE vorgeben.⁴

So können elementare Vorgaben der zentralen Struktursteuerung bei den vorgeschlagenen Organisationsvarianten integrierte und offene UBG im **Gesellschaftsvertrag** der PEG fest verankert werden. Bei der externen dualistischen PEG bietet der **Geschäftsbesorgungsvertrag** zwischen Management- und Fondsgesellschaft Raum zur Integration zentraler Vorgaben seitens der regionalen Kreditinstitute. Gleichwohl ist die Möglichkeit der Einflussnahme für das einzelne Kreditinstitut aufgrund der vergleichsweise geringen Kapitalanteile eher begrenzt. Für das reine Vermittlungsgeschäft sind **Kooperationsverträge** zwischen der PEG und dem regionalen Kreditinstitut ein sinnvolles – jedoch nicht zwingend erforderliches – Instrument zur Ausgestaltung der Geschäftsbeziehung. Zwar ist die zentrale Struktursteuerung im Rahmen des Vermittlungsgeschäfts

¹ Es ist jedoch davon auszugehen, dass derzeit nur wenige regionale Kreditinstitute Kreditportfoliomodelle aktiv einsetzen (vgl. Bröker, F. (2000)).

² Vgl. Schierenbeck, H./Lister, M. (2001), S. 18 f.

³ Vgl. Schierenbeck, H. (2001e), S. 92.

⁴ Für die Gesamtheit der gesetzlichen, vertraglichen und – bei einer weiten Begriffsverwendung – auch grundlegenden und dauerhaften organisatorischen Regelungen wird in der betriebswirtschaftlichen Literatur auch der Begriff der „Unternehmensverfassung“ verwendet (vgl. Ballwieser, W./Schmidt, R. H. (1981), S. 645; Zemke, I. (1995), S. 89-95).

von untergeordneter Bedeutung, da sich das vermittelte PE-Geschäft nicht bzw. nicht unmittelbar in der Bilanz des regionalen Kreditinstituts auswirkt.¹ Unbeschadet dessen bietet sich ein Kooperationsvertrag an, um die Formen der Zusammenarbeit i. S. eines Relationship-Managements sowie die Partizipation an den Beteiligungserträgen zu fixieren.

Trotz der grundlegenden Bedeutung im Hinblick auf den institutionellen Rahmen für das Geschäftsfeld PE können die verschiedenen Vertragsarten keine fortlaufende Steuerungsintegration i. S. einer Gesamtoptimierung sicherstellen, da sie einen mehr oder minder statischen Charakter besitzen und darüber hinaus die Bottom-up-Richtung der Integration vernachlässigen.

Diese Mängel können mit Hilfe von **Zielvereinbarungen**, die das Ergebnis einer (revolvierenden) Planung nach dem Gegenstromverfahren sind, kompensiert werden. Bei dieser Kombination von Top-down- und Bottom-up-Approach wird das vorläufige Zielsystem der zentralen Struktursteuerung zunächst von oben nach unten konkretisiert, um dann in umgekehrter Richtung einen Abstimmungsprozess unter Mitsprache der jeweiligen Bereichsverantwortlichen zu durchlaufen.² Hierdurch werden sowohl übergeordnete Strukturvorgaben als auch die marktlichen Möglichkeiten berücksichtigt und gleichzeitig die Akzeptanz gegenüber einem reinen Top-down-Approach erhöht.

Ein so gestaltetes Instrumentarium entspricht dem Führungskonzept des „Management by Objectives“, wonach die dezentrale PEG für die Erfüllung der Zielvereinbarungen voll verantwortlich ist und bei auftretenden Abweichungen die erforderlichen Maßnahmen eigenständig ergreifen muss.³ Beispiele für Zielvereinbarungen sind Ergebnisbudgets, Kostenbudgets oder Vorgaben hinsichtlich der (Soll-)Margen-Höhe. Neben objektiven, leicht zu quantitativen Größen sind zunehmend subjektive, urteilsabhängige Steuerungsgrößen Gegenstand von Zielvereinbarungen.⁴ Aufgrund der herausragenden Bedeutung empfiehlt es sich zum Beispiel, die Art der Zusammenarbeit von PE- und Relationship-Manager mit Hilfe von Zielvereinbarung zu steuern.⁵

¹ Auswirkungen auf die Bilanz können mittelbar aus Substitutions- oder Sortimenteffekten resultieren sowie über Provisionserträge aus dem Vermittlungsgeschäft.

² Vgl. Schierenbeck, H./Lister, M. (2001), S. 16 f.

³ Vgl. Schierenbeck, H. (2001a), S. 298 f.

⁴ So ist z. B. das an Bedeutung gewinnende Planungs- und Kontrollinstrument der Balanced Scorecard eine konzeptionelle Erweiterung der Steuerung über Zielvereinbarungen, welches die klassischen quantitativen, eher vergangenheitsbezogenen Steuerungsgrößen um subjektive und zukunftsorientierte Perspektiven ergänzt (vgl. Kaplan, R. S./Norton, D. P. (1996); Schierenbeck, H./Lister, M. (2001), S. 44-67).

⁵ Vgl. Mang, Th. (2001b), S. 16.

Im operativen Tagesgeschäft sind die Zielvereinbarungen durch verschiedene Hilfsinstrumente zu ergänzen, um sicherzustellen, dass die Gesamtbank- und die Geschäftsfeldsteuerung harmonisch aufeinander abgestimmt sind.¹ Von besonderer Relevanz für das PE-Geschäft sind **Limite** (bzw. Limitsysteme) und **Anlagegrundsätze**. Beiden Instrumenten ist gemeinsam, dass sie die Möglichkeiten, Geschäfte zu tätigen, reglementieren. Die Limite sind quantitativer Natur und dienen dazu, Bilanzstrukturvorgaben für das Geschäftsfeld PE zu operationalisieren und gleichzeitig die Übernahme von Risiken mit der Risikotragfähigkeit der Bank abzugleichen (Risikotragfähigkeitskalkül²). Anlagegrundsätze umfassen im Unterschied dazu weiterreichende, z. T. qualitative Restriktionen bzw. Vorgaben. Sie dienen dazu, die PE-Investments in eine bestimmte Richtung zu kanalisieren.³ Die flexible Handhabung dieser beiden Hilfsinstrumente ist ein bedeutender Vorteil, da sie eine Feinsteuerung des Geschäftsfeldes ermöglichen, die aktuellen Erfordernissen Rechnung trägt.

Die vierte Gruppe der integrativen Instrumente sind schließlich die **kompensatorischen Eigengeschäfte**, mit deren Hilfe unerwünschte Auswirkungen dezentraler Entscheidungen – z. B. hinsichtlich der Fristenstruktur, der Währungsexpositionen oder der segmentspezifischen Kumulation von Ausfallrisiken – korrigiert werden.⁴ Zu den kompensatorischen Eigengeschäften zählen Interbankengeschäfte, Wertpapiereigengeschäfte sowie Devisengeschäfte. Grundsätzlich ist der Einsatz dieser Instrumente unabhängig von der gewählten Organisationsform des Geschäftsfeldes PE.⁵ Voraussetzung für die zielgerichtete Verwendung ist jedoch, dass die zentrale Disposition über die Struktur der dezentralen Geschäfte hinreichend informiert ist.

3. Eignung des Dualen Steuerungsmodells

Das Duale Steuerungsmodell des Ertragsorientierten Bankmanagements ist aus der Kritik an Simultanplanungsmodellen entwickelt worden. Diese haben in der Praxis nicht zuletzt aufgrund ihrer unrealistischen Anforderungen an die informatorische Fundierung keine nennenswerte Verbreitung gefunden.⁶ Ziel des Dualen Steuerungsmodells ist es,

¹ Vgl. Schierenbeck, H. (2001a), S. 299.

² Vgl. derselbe (2001b), S. 2 f.

³ Die inhaltliche Abgrenzung von Limiten und Anlagegrundsätzen entspricht einer selbstgewählten Konvention.

⁴ Vgl. Schierenbeck, H. (2001a), S. 300.

⁵ Bei der Organisationsvariante Vermittlungsgeschäft bedarf es keiner kompensatorischen Eigengeschäfte.

⁶ Vgl. Schierenbeck, H. (2001e), S. 99.

basierend auf dem Grundgedanken der pretialen Lenkung eine bestmögliche Annäherung an das Gesamtbankoptimum zu erreichen.¹

Eine wesentliche Determinante für den Wirkungsgrad des Dualen Steuerungsmodells ist die **Organisationsstruktur**, welche der Dualität der Steuerungskreise Rechnung tragen muss. So ist die eigenständige Ergebnisverantwortung der dezentralen Bereiche eine Grundvoraussetzung für die Funktion des Steuerungsmodells. Die vier im Rahmen der Untersuchung entwickelten Organisationsvorschläge für das Geschäftsfeld PE entsprechen dieser Anforderung, da es sich jeweils um organisatorisch ausgegliederte Gesellschaften handelt, die nicht zuletzt aufgrund der Besonderheiten des PE-Geschäfts als eigenverantwortliche Profit-Center zu führen sind. Es besteht bei den herausgearbeiteten Organisationsvorschlägen im Gegenteil die Gefahr, dass die Eigenständigkeit der PEG zu groß wird und zentrale Strukturvorgaben nicht im erwünschten Maße durchgesetzt werden können. So kommen z. B. die zuvor dargestellten Integrationsinstrumente Zielvereinbarungen, Limite und Anlagegrundsätze (im Normalfall) nur für eigene PE-Tochtergesellschaften in Betracht (Organisationsvarianten integrierte und offene UBG). Bei den Alternativen externe dualistische PEG und Vermittlungsgeschäft verbleibt dagegen lediglich die Möglichkeit, Zielvereinbarungselemente in den vertraglich fixierten Rahmen aufzunehmen.

Eine zweite Einflussgröße für den Wirkungsgrad des Dualen Steuerungsmodells ist das **Planungs- und Kontrollsystem**, welches auf die konkrete Organisationsstruktur abgestimmt sein muss, indem es sowohl die Verteilung der Funktionen als auch den Einfluss auf den Ablauf des Planungs- und Kontrollprozesses selbst fixiert.² Auch hier gilt, dass streng genommen nur bei den ersten beiden Organisationsvorschlägen die Anforderungen des Dualen Steuerungsmodells umzusetzen sind, da die Integration externer PEG in das Planungs- und Kontrollsystem des regionalen Kreditinstituts nur mit Einschränkungen möglich ist.

Schließlich muss auch das **Führungsinformationssystem** die Grundidee des Dualen Steuerungsmodells unterstützen.³ Mit dem Marktzinsmodell der Investitionsrechnung kann auf ein Steuerungsinstrument zurückgegriffen werden, welches die Spaltung des Ergebnisses in ein zentrales und ein dezentrales Ergebnis kompatibel zur Marktzinsmethode ermöglicht und damit die Basis für die Integration in das bestehende Führungsinformationssystem schafft. Eine entsprechende Separation der Ergebnisverantwortlichkeiten ist im Risiko- und Kostenbereich mit den hier nur skizzierten Instrumenten analog möglich.

¹ Vgl. Schierenbeck, H. (2001e), S. 99.

² Vgl. derselbe (2001a), S. 302.

³ Vgl. derselbe (2001e), S. 100.

In der Summe sind somit die **Voraussetzungen** für die Einbindung des PE-Geschäftsfeldes und die Steuerung mit Hilfe des Dualen Steuerungsmodells bei den Organisationsvarianten integrierte und offene UBG **sehr positiv zu beurteilen**. Im Bank-Controlling hat sich der duale Steuerungsansatz bereits als probate Alternative zu den nicht praktikablen Simultanmodellen durchgesetzt. Ein (regionales) Kreditinstitut, das sich entschließt, das Geschäftsfeld PE aktiv zu besetzen, kann daher auf eine **bereits vorhandene Planungs-, Kontroll- und Informationsinfrastruktur** zurückgreifen, in welche die Steuerung des ausgegliederten Geschäftsfeldes PE ohne weitreichende konzeptionelle Anpassungen eingebunden werden kann.

Die **zentrale Herausforderung** für das regionale Kreditinstitut liegt in dem Spannungsfeld der organisatorischen Ausgliederung des Geschäftsfeldes auf der einen Seite und dem Anspruch einer ganzheitlichen Betreuung auf der anderen Seite begründet. Mit dem Relationship-Management-Ansatz wurde ein Konzept vorgestellt, mit dem dieser Dualität entgegnet wird.¹

Neben den strukturellen, organisatorischen Aspekten sind zudem **kulturelle Divergenzen** zwischen dem klassischen Bank- und dem PE-Geschäft zu überwinden, die über rein systemische Fragestellungen des Dualen Steuerungsmodells hinausgehen.² Nach eigener Einschätzung der regionalen Kreditinstitute ist die Mentalität der Kundenberater nicht adäquat für das PE-Geschäft.³ Für die erfolgreiche Einbindung des Geschäftsfeldes PE bedarf es somit einer weitreichenden Mentalitätsveränderung, die sich jedoch realistischer Weise nur als evolutionärer Prozess vollziehen kann.

¹ Siehe Kapitel B. III. 1.

² Vgl. Mang, Th. (2001b), S. 15.

³ Siehe Kapitel A. III. 3.

Zusammenfassung

Die geschäftspolitische Analyse hatte zur Zielsetzung, die Finanzierungsform PE als einen möglichen Baustein zur Repositionierung im Firmenkundengeschäft regionaler Kreditinstitute kritisch zu würdigen und Ansatzpunkte für den Aufbau und die Steuerung eines entsprechenden Geschäftsfeldes aufzuzeigen, die den Spezifika regionaler Kreditinstitute explizit Rechnung tragen.

Ziel des **ersten Hauptteils** war es, den Repositionierungsbedarf im Firmenkundengeschäft regionaler Kreditinstitute herauszuarbeiten sowie mit der Finanzierungsform PE eine mögliche Ergänzung des Leistungsangebots in ihren Grundzügen vorzustellen.

Nach der begrifflichen Abgrenzung der regionalen Kreditinstitute wurde das klassische Firmenkundengeschäft der regionalen Kreditinstitute hinsichtlich der Produkt- und Kundengruppen spezifiziert. Erstere umfassen idealtypisch neben dem dominierenden Einlagen- und Kreditgeschäft den Zahlungsverkehr und sonstige Bankgeschäfte wie Versicherungen, Bauspargeschäfte und Leasing. Nicht Bestandteil des klassischen Leistungsspektrums sind die Produkte des Investment Banking. Als Firmenkunden wurden mittelständische Unternehmen resp. KMU definiert, die für die weiteren Betrachtungen mit Hilfe der Kriterien Umsatzgröße (weniger als 50 Mio. €/Jahr) und Mitarbeiteranzahl (weniger als 500) abgegrenzt wurden. Die Deskription der nachfrageseitigen Marktstrukturen verdeutlichte, dass das Mittelstandssegment einen dominierenden Stellenwert im deutschen Wirtschaftsgeschehen einnimmt. Das Segment mit dem größten Anteil am Geschäftsvolumen bilden dabei die mittleren Unternehmen. Kleine Unternehmen überwiegen von der Anzahl, besitzen jedoch einen geringen Stellenwert hinsichtlich des Geschäftsvolumens. Die Analyse der anbieterseitigen Wettbewerbsstrukturen zeigte eine im Vergleich zum Privatkundengeschäft breitere Streuung der Marktanteile, die auf eine ausgeprägte Wettbewerbsintensität schließen lässt.

Zur Analyse der Wertbeiträge des Kreditgeschäfts wurde mit Hilfe des CAPM und Best-Practice-Standards eine Soll-Gesamtbank-Rendite in Höhe von 13,9 % p. a. hergeleitet, die in die Budgetierung der Ergebnisansprüche für das Firmenkundenkreditgeschäft eingeflossen ist. Anhand empirischer Daten und exemplarischer Berechnungen wurde offengelegt, dass die Wertbeiträge des Kreditgeschäfts – bei konservativen Annahmen – nicht ausreichen, um die risikoadjustierten Renditeansprüche des Kapitalmarktes abzudecken.

Ursache und Treiber der unbefriedigenden Wertbeiträge sind zum einen die veränderten Rahmenbedingungen für das Firmenkundengeschäft. Neben den Megatrends des Strukturwandels und der fortschreitenden Deregulierung und Liberalisierung gewinnt die neue Basler Eigenkapitalvereinbarung (Basel II) an Relevanz, welche u. a. eine risiko-

gerechtere, an das individuelle Rating geknüpfte Bepreisung des Kreditgeschäfts zur Folge hat. Es wurde verdeutlicht, dass mittelständischen Unternehmen aufgrund diverser weicher Faktoren und sowie ihrer geringen Eigenkapitalbasis tendenziell höhere Risiken zugerechnet werden als Großunternehmen. Aufgrund dieses Rating-Malus gegenüber Großunternehmen ist zu erwarten, dass sich die Kreditfinanzierung für KMU im Zuge von Basel II verteuert. Vor diesem Hintergrund gewinnt Eigenkapital in zweifacher Weise an Relevanz. Es kommt als Alternative zur Kreditfinanzierung in Betracht, um die grundsätzliche Unternehmensfinanzierung sicherzustellen (Finanzierungsfunktion des Eigenkapitals). Gleichzeitig kann es dazu beitragen, die wirtschaftlichen Verhältnisse der Firmenkunden zu verbessern (Verlustausgleichs- sowie Garantie- und Haftungsfunktion des Eigenkapitals) und begünstigt damit die klassische Kreditfinanzierung zu akzeptablen Konditionen.

Die Betrachtung der nachfrageinduzierten Veränderungen bestätigte den zunehmenden Stellenwert der Eigenkapitalfinanzierung. Drastisch angestiegene Unternehmensinsolvenzen sowie eine im historischen und internationalen Vergleich sehr niedrige Eigenkapitalausstattung der mittelständischen Wirtschaft lassen auf nachhaltigen Eigenkapitalbedarf schließen. Es wurde ferner aufgezeigt, dass sich das Nachfrageverhalten der Firmenkunden in Richtung individueller Finanzierungs- und Problemlösungen verlagert. Insgesamt ist eine Erosion des kreditbasierten Hausbankprinzips zu konstatieren.

Auf der Angebotsseite wurde die sich durchsetzende Shareholder-Value-Orientierung als ein wesentlicher Treiber der Veränderungsdynamik identifiziert. Die fortschreitende Konzentration im Bankensektor und die sukzessive Veränderung des Leistungsangebots – vom klassischen Commercial Banking hin zu kundenindividuellen Spezialdienstleistungen des Investment Banking – sind Ausfluss einer zunehmenden Wertorientierung.

Als Ergebnis der Situationsanalysen zum Status quo und zur Veränderungsdynamik ist festzustellen, dass eine erfolgreiche Rentabilisierung des Firmenkundengeschäfts eine integrale Repositionierung erfordert. Ein wesentlicher Bestandteil einer solchen Neuausrichtung ist die Modifikation bzw. Ergänzung des Leistungsangebots. Um neue Preisspielräume zu erschließen, ist es zwingend geboten, den wertschöpfenden, kundenindividuellen Leistungsanteil zu erhöhen und damit den Commodity-Charakter des Firmenkundengeschäfts insgesamt zu verringern.

Mit PE – im Rahmen dieser Arbeit verstanden als Oberbegriff der Beteiligungskapitalfinanzierung – wurde im Weiteren ein möglicher Baustein zur Neuausrichtung des Leistungsangebots zur Diskussion gestellt. Der begrifflichen Abgrenzung sowie dem Herausarbeiten der konstitutiven und typischen Merkmale folgte zur weiteren Präzisierung des Untersuchungsgegenstandes eine Darstellung der im Rahmen von PE-Finanzierungen eingesetzten Finanzierungsinstrumente. So zählen neben dem Kernele-

ment Eigenkapital auch das Finanzierungskonzept abrundende Fremdkapitaltranchen sowie MC zum Instrumentebaukasten der PE-Finanzierung. PE ist somit als eine Finanzierungsform zu verstehen, welche die aktive Strukturierung der Unternehmensfinanzierung einschließt.

Nachdem der Repositionierungsbedarf herausgearbeitet und PE in den Grundzügen vorgestellt wurde, war es das Ziel des **zweiten Hauptteils**, den Handlungsrahmen für regionale Kreditinstitute bezüglich eines möglichen Geschäftsfeldes PE zu explizieren.

Ausgangspunkt der Betrachtung war die Systematisierung der Ausgestaltungsformen der PE-Finanzierung. Es wurde dargestellt, dass sich der PE-Markt nach dem Kriterium der Kapitalherkunft in die drei Segmente informelle, formelle und staatliche PE-Finanzierung untergliedert. Anknüpfend hieran diene das Unternehmenslebensphasenkonzept als Bezugsrahmen, der es ermöglicht, idealtypische, phasenspezifische Finanzierungsanlässe zu identifizieren und dabei gleichzeitig das relevante Wettbewerbsumfeld der PEG zu umreißen. Die Ausführungen veranschaulichten, dass die phasenspezifischen Kundenbedürfnisse eine differenzierte Marktbearbeitung seitens der regionalen Kreditinstitute erfordern. Die konkreten Gestaltungsparameter des Leistungsangebots von PEG wurden mit Hilfe des PE-Wertschöpfungsprozesses aufgezeigt. Hinsichtlich der strukturellen Gestaltung wurden mit der monoistischen und der dualistischen Gesellschaftsform die zwei typischen Grundformen deutscher PEG vorgestellt.

Neben den grundsätzlichen Ausgestaltungsoptionen wurden die Rahmenbedingungen für ein Geschäftsfeld PE konkretisiert. Mit dem Kapitalersatzrecht wurde zunächst ein Problemkreis kritisch gewürdigt, welcher von Bedeutung ist, wenn der Kapitalgeber eines Unternehmens sowohl Eigen- als auch Fremdkapital bereitstellt. Als Ergebnis war festzustellen, dass die ehemals sehr restriktiven Vorschriften und Rechtsprechungen durch das sogenannte Kleinbeteiligtenprivileg sowie durch das Sanierungsprivileg (§ 32a Abs. 3 GmbHG) deutlich entschärft wurden. Dennoch ist für Kreditinstitute in jedem Fall zu empfehlen, das PE-Geschäft in eine separate PEG auszugründen. Sofern für die PEG nicht speziell geregelte Gesellschaftsformen gewählt werden (s. u.), ist zur Vermeidung der Kapitalersatzrisiken des Weiteren darauf zu achten, dass der Anteil an der PEG (unmittelbar und mittelbar) 20 Prozent nicht übersteigt und dass nachprüfbar sichergestellt wird, dass kein maßgeblicher Einfluss auf die Geschäftsführung besteht.

Die UBG und das Beteiligungs-Sondervermögen sind zwei Organisationsformen des PE-Geschäfts, welche durch spezielle rechtliche Vorschriften reglementiert sind. Die letztgenannte Variante ist mit weitreichenden Restriktionen und Nachteilen verbunden, so dass sie in der Praxis bisher keinerlei Relevanz hat. Die UBG dagegen ist nach mehreren Novellierungen des UBGG insbesondere für Tochtergesellschaften von Kreditinstituten eine adäquate Organisationsvariante, da die Kapitalersatzrisiken – auch für

100%ige Tochtergesellschaften – rechtsverbindlich ausgeschlossen werden. Zwar sind die Restriktionen für UBG umfangreich; sie müssen jedoch nicht zwingend im Widerspruch zu den Anlagegrundsätzen einer PEG stehen.

Von den Vorschriften des KWG sind speziell die §§ 12 und 13 für das PE-Geschäft der Kreditinstitute relevant. § 12 KWG reglementiert das Risiko bedeutender Beteiligungen. Mit Hilfe exemplarischer Berechnungen konnte herausgearbeitet werden, dass die Limitierungen des § 12 KWG für die Mehrheit der PE-Geschäfte von untergeordneter Bedeutung sind. Die Würdigung der Vorschriften des § 13 KWG zur Limitierung der Großkreditrisiken stellte heraus, dass für Kreditinstitute, die das PE-Geschäft betreiben, eine integrierte Steuerung des Kredit- und Beteiligungsportfolios zwingend erforderlich ist. Einschränkungen des PE-Geschäfts durch § 13 KWG sind insbesondere dann zu erwarten, wenn die Großkrediteinzelobergrenzen bereits maßgeblich durch das klassische Kreditengagement ausgeschöpft werden.

Der Handlungsrahmen der regionalen Kreditinstitute im Hinblick auf ein Geschäftsfeld PE wird des Weiteren durch das staatliche Förderangebot determiniert. Wie der Überblick über die wichtigsten Förderprogramme zeigte, bestehen derzeit für (regionale) Kreditinstitute zahlreiche Möglichkeiten, an dem staatlichen Angebot zu partizipieren. Der Großteil der Förderprogramme ist entweder als Ko-Investorenmodell oder als Refinanzierungsmodell ausgestaltet. Durch Haftungsfreistellungen und durch vergünstigte Refinanzierungsmöglichkeiten wird das Ausfallrisiko für die Kreditinstitute erheblich reduziert und das darstellbare Beteiligungsvolumen erhöht.

Die Analyse des deutschen PE-Marktes diente dazu, die Informationsbasis für einen möglichen Geschäftsfeldaufbau zu vervollständigen. Mit dem idealtypischen PE-Zyklus wurde ein theoretischer Bezugsrahmen vorgestellt, anhand dessen die extremen Entwicklungen der jüngsten Vergangenheit – Boom und Konsolidierung – verdeutlicht und ihrer Abfolge näherungsweise erklärt werden konnten. Durch einen internationalen Vergleich des Anteils der PE-Bruttoinvestitionen am Bruttoinlandsprodukt wurde abgeleitet, dass der deutsche PE-Markt grundsätzlich noch großes Entwicklungspotenzial besitzt. Die Detailanalyse der aktuellen Struktur des deutschen PE-Marktes lieferte eine Vielzahl von Informationen zur weiteren Fundierung des Entscheidungsfeldes. Von herauszustellender Bedeutung sind die Erkenntnisse, dass der einst dominierende Anteil der Kreditinstitute im PE-Markt extrem rückläufig ist, dass die Expansionsfinanzierung nach wie vor den PE-Schwerpunkt bildet (wobei der Anteil der Start-up-Finanzierungen erheblich zugenommen hat) und dass die mit PE finanzierten Unternehmen nahezu vollständig dem Firmenkundengeschäft gemäß Arbeitsdefinition zuzuordnen sind. Es wurde ferner offengelegt, dass mit PE finanzierte Unternehmen eine signifikant höhere Eigenkapitalquote aufweisen. Die Frage, ob der Einsatz von PE positive Effekte auf die wirtschaftlichen Verhältnisse und damit auf das Rating hat, ist somit zu bejahen.

Schließlich zeigte die Analyse der Rentabilitätskennzahlen, dass PE im Vergleich zu den Asset-Klassen Aktien und Renten eine signifikant höhere Rendite erzielt. Aufgrund der fehlenden Informationen zum Marktrisiko von PE ist es jedoch nicht abschließend zu beurteilen, ob die Überrendite von PE das inhärente Risiko adäquat kompensiert.

Aufbauend auf den systematisierten Ausgestaltungsoptionen und der Analyse des Entwicklungsstandes von PE wurde im **dritten Hauptteil** untersucht, ob es für regionale Kreditinstitute nach eigener Einschätzung zielführend ist, ein Geschäftsfeld PE zu besetzen, wie die Strategie und die organisatorische Implementierung eines solchen Geschäftsfeldes sinnvoll auszugestalten sind und wie PE in die Ertragsorientierte Banksteuerung integriert werden kann.

Mit der eigens durchgeführten empirischen Analyse wurden die Aktivitäten regionaler Kreditinstitute im deutschen PE-Markt sowie deren individuelle Präferenzen und Plannungen eruiert. Dabei war festzustellen, dass zwischen den drei betrachteten Bankensektoren erhebliche Diskrepanzen in der Beurteilung von PE bestehen. Während Sparkassen zu einem großen Teil bereits heute im PE-Markt aktiv sind und der Finanzierungsform PE aufgeschlossen gegenüberstehen, ist das Engagement der Privatbanken und Kreditgenossenschaften bisher eher gering. Allen Bankengruppen ist gemeinsam, dass sie die Entwicklungspotenziale für PE positiv, jedoch keinesfalls euphorisch einschätzen. Der stärkste Wachstumsimpuls wird im Zuge der Veränderungen durch Basel II erwartet. Die größten Marktchancen vermuten die regionalen Kreditinstitute in den Segmenten Start-up- und Expansionsfinanzierung sowie in der Brückenfinanzierung im Rahmen von Unternehmensverkäufen. Als die zentralen Problemfelder im Hinblick auf ein Geschäftsfeld PE wurden (in der Reihenfolge ihrer Bedeutung) die Ausfallrisiken, die Kosten des Geschäftsfeldaufbaus, das Know-how bzw. die Mentalität der Kundenberater und der Zugang zu geeigneten Beteiligungsunternehmen identifiziert.

Die Analyse der geplanten Aktivitäten offenbarte, dass ein Großteil der Institute beabsichtigt, ein entsprechendes Geschäftsfeld aufzubauen. Dabei setzen Kreditgenossenschaften vornehmlich auf das Vermittlungsgeschäft in Kooperation mit der Zentralbank, während Sparkassen es vorziehen, eine Kooperations-PEG gemeinsam mit anderen Sparkassen zu gründen. Die befragten Privatbanken präferieren die eigenständige Gründung einer PEG. An dem prognostizierten PE-Volumen in Höhe von durchschnittlich 0,5 % der Bilanzsumme für die nächsten fünf Jahre lässt sich erkennen, dass eine langsame, evolutionäre Erweiterung des Leistungsangebots und keine substanzielle Verdrängung der klassischen Kreditfinanzierung geplant bzw. erwartet wird.

Die Zusammenführung und Komprimierung der Kernaussagen der vorangegangenen Analysen führt zu dem Schluss, dass ein Geschäftsfeld PE für regionale Kreditinstitute

eine sinnvolle Ergänzung des Leistungsangebots sein kann. Unter dem Blickwinkel einer ertragsorientierten Wachstumspolitik ist insbesondere hervorzuheben, dass der deutsche PE-Markt mit 98 % aller PU sowie 75 % des Beteiligungsvolumens nahezu vollständig dem Firmenkundengeschäft gemäß Arbeitsdefinition zuzurechnen ist. Weiteres Wachstum im PE-Markt führt zwangsläufig zur Substitution der klassischen Kreditfinanzierung und damit zu einer fortschreitenden Erosion der kreditbasierten Hausbankfunktion. Durch die strategische Entscheidung einer aktiven Bearbeitung des PE-Marktes wird dieser Gefahr entgegengewirkt und zugleich der Commodity-Charakter des Firmenkundengeschäfts verringert. Wie ferner gezeigt wurde, kann PE als moderne Interpretation sowohl des öffentlichen Auftrags der Sparkassen als auch des Förderauftrags der Kreditgenossenschaften verstanden werden, so dass neben der ökonomischen Zielkonformität auch die Vereinbarkeit mit den spezifischen satzungsgemäßen resp. gesetzlichen Geschäftsaufträgen gewährleistet ist.

An die geschäftspolitische Grundüberlegung, ob PE ein sinnvolles Geschäftsfeld ist, schloss sich die Fundierung der Fragestellung an, wie die Strategie für ein solches Geschäftsfeld zu konzipieren ist. Aufbauend auf der Abgrenzung des relevanten Marktes und einer vertiefenden Analyse der Kundenbedürfnisse wurden zwei zentrale leistungsbezogene KKV-Potenziale im PE-Wertschöpfungsprozess regionaler Kreditinstitute identifiziert: „Kundennähe“ und „Ganzheitliche Finanzierung“. Richtig umgesetzt können die beiden KKV die Eckpfeiler einer Präferenzstrategie bilden, die es ermöglicht, sich positiv von den relevanten Wettbewerbern abzuheben und neue Preisspielräume zu erschließen. Dabei implizieren die KKV keine Spezialisierung auf bestimmte Teilssegmente, da sie im gesamten Firmenkundensegment zu erreichen sind. Da es nicht zu den Kernkompetenzen von Kreditinstituten zählt, fachspezifische Beratung zu leisten, sollte sich die Unterstützungsleistung im Rahmen der PE-Finanzierung auf die naheliegenden Bereiche Finanzierung und Controlling beschränken. Die fachliche Hands-on-Betreuung, die ohnehin von den PU mehrheitlich nicht in Anspruch genommen wird, ist ggf. mit Hilfe kostengünstiger Netzwerkpartner darzustellen.

Die organisatorische Implementierung des Geschäftsfeldes PE hat sich – soweit möglich – an den beiden angestrebten KKV-Positionen zu orientieren. Basis für eine institutionalisierte Kundennähe ist ein konsequent verfolgter Relationship-Management-Ansatz. Die Bündelung der verschiedenen Leistungsangebote durch einen zentralen Kundenverantwortlichen schafft zugleich die Voraussetzung für den KKV „Ganzheitliche Finanzierung“. Erschwert wird die Umsetzung des Relationship-Management-Ansatzes jedoch dadurch, dass in jedem Fall eine organisatorische Ausgliederung der PE-Aktivitäten in eine separate Gesellschaft zu favorisieren ist. Die organisatorische Trennung ist eine notwendige, jedoch nicht hinreichende Voraussetzung, um die Risiken des Kapitalersatzrechts auszuschließen. Sie verringert zudem das Konfliktpotenzial, welches der simultanen Eigen- und Fremdkapitalgeberposition immanent ist und bietet

Vorteile im Hinblick auf die wahrgenommene Fachexpertise. Eine zentrale organisatorische Herausforderung ist es daher, die Komplexität der Abstimmungsprozesse zwischen dem Relationship-Manager und dem PE-Spezialisten möglichst gering zu halten.

Die konkrete Wahl der Geschäftsfeldorganisation hängt maßgeblich von dem zu erwartenden Geschäftsvolumen ab. So wurde mittels einer exemplarischen Berechnung verdeutlicht, dass der erforderliche Deal Flow eine kritische Größe ist, welche die Entscheidung, ob das ausgegliederte Geschäftsfeld PE eigenständig, in Kooperation oder als reines Vermittlungsgeschäft aufgebaut wird, in erheblichem Maße determiniert. Des Weiteren wurde als grober Richtwert – unter Zugrundelegung der empirisch erhobenen Planwerte sowie der Durchschnittsangaben des BVK – berechnet, dass ein kumuliertes Bilanzvolumen von ca. 2 Mrd. € erforderlich ist, um die Mindestkapazität von zwei Professionals auszulasten. Im Hinblick auf eine hinreichende Diversifizierung des unsystematischen Portfoliorisikos werden mit einem kumulierten Soll-Bilanzvolumen in Höhe von ca. 7,2 Mrd. € noch deutlich größere organisatorische Einheiten erforderlich. Die exemplarischen Berechnungen führen zu der Erkenntnis, dass es sich für nur wenige regionale Kreditinstitute anbietet, eigenständig eine PEG zu gründen. Nur zehn Kreditgenossenschaften sowie 13 Sparkassen liegen oberhalb der ermittelten ressourcenadjustierten Mindestgröße. Nimmt man die risikoadjustierte Mindestgröße als Richtwert, so kommen nur noch zwei Kreditgenossenschaften und 13 Sparkassen für eine eigenständige PEG in Betracht.

Für die Institute, die beabsichtigen, eine PEG als 100%ige Tochtergesellschaft zu gründen, kommt als Gesellschaftsform streng genommen nur die der integrierten UBG in Betracht, da hierdurch die Kapitalersatzrechtrisiken von vornherein rechtsverbindlich ausgeschlossen sind. Ein wesentlicher Nachteil speziell dieser Variante ist jedoch, dass bei jedem PU mindestens ein Geschäftsführer eine natürliche Person sein muss, die mindestens 10 % der Stimmrechte hält.

Sofern die kritische Größe für eine PEG durch die Kooperation einiger weniger regionaler Kreditinstitute erreicht wird, ist die offene UBG als Gesellschaftsform zu empfehlen. Der maximale Anteil an einer offenen UBG beträgt 40 %. Es sind somit mindestens drei Kooperationspartner erforderlich. Gegenüber der integrierten UBG besitzt die offene UBG den Vorteil, dass die vorgenannte Anlagerestriktion entfällt. Im Hinblick auf die angestrebten KKV-Positionen ist eine sektorinterne Kooperation eindeutig zu präferieren.

Wenn der Kreis der Gesellschafter zu groß und damit der Anteil der einzelnen Kreditinstitute sehr gering wird, bietet sich die Organisationsform der dualistischen PEG mit einer externen Managementgesellschaft und einem regionalen PE-Fonds an. Die externe Managementgesellschaft ist durch die Übernahme weiterer Mandate dazu in der Lage,

eine hinreichende Auslastung der Ressourcen zu erzielen und gleichzeitig die erforderliche PE-Expertise sicherzustellen.

Die vierte Organisationsform, die das geringste Maß an eigenen Aktivitäten erfordert, ist schließlich die reine Vermittlung von PU an externe PEG. Aus Kosten-, Risiko- und Know-how-Gesichtspunkten kommt sie insbesondere für die kleineren Kreditinstitute in Betracht. Speziell bei dieser Organisationsvariante ist jedoch die Realisierung der angestrebten KKV-Positionen problematisch.

Nachdem die Entscheidungsparameter der Strategiekonzeption und der organisatorischen Implementierung fundiert wurden, war es das abschließende Ziel der Analyse, die Möglichkeiten zur Einbindung von PE in die Ertragsorientierte Banksteuerung zu würdigen. Es wurde anhand eines Berechnungsbeispiels gezeigt, wie der Aussagegehalt des in der PE-Branche vorherrschenden Rentabilitätsmaßes IRR durch das Marktinzinsmodell der Investitionsrechnung erhöht werden kann, indem als zusätzliche Kalkulationsgrößen der marktinzinsbasierte, kapitalstrukturkongruente Kalkulationszins sowie die Investitionsmarge ermittelt werden. Letztere ermöglicht die Beurteilung eines PE-Investments frei von jeder Wiederanlageprämisse. Ergebnisbestandteile, die nicht aus der Grundinvestition, sondern aus der Wiederanlage bzw. inkongruenten Refinanzierung resultieren, werden im Marktinzinsmodell der Investitionsrechnung abgespalten und einer zentralen Struktursteuerung zugerechnet. Voraussetzung für die Anwendbarkeit des Marktinzinsmodells der Investitionsrechnung ist, dass das betreffende Unternehmen Zugang zum Geld- und Kapitalmarkt besitzt. Für die im Rahmen der Arbeit entwickelten Organisationsvorschläge kann dies als erfüllt angesehen werden, da die PEG in jedem Fall zumindest einen indirekten Kapitalmarktzugang über die kapitalgebende(n) Bank(en) besitzen. Durch eine übergreifende Betrachtung der PEG und der Bank ist das Marktinzinsmodell der Investitionsrechnung ohne konzeptionelle Brüche in die Ergebnissteuerung der (regionalen) Kreditinstitute zu integrieren, da es auf der im modernen Bank-Controlling vorherrschenden Marktinzinsmethode basiert. Aufgrund der Kompatibilität zur bereits existierenden Ergebnisrechnung ist der organisatorische und technische Aufwand zur Implementierung als relativ gering einzustufen.

Das abschließend diskutierte Duale Steuerungsmodell ermöglicht die Verknüpfung der zentralen Struktursteuerung mit der dezentralen Steuerung des Geschäftsfelds PE. Eine übergreifende zentrale Struktursteuerung ist u. a. deshalb erforderlich, weil die Risikoexpositionen im Kredit- und Beteiligungsportfolio nicht unabhängig voneinander sind (ausgenommen ist die Organisationsvariante Vermittlungsgeschäft). Nur eine integrierte Portfoliosteuerung ermöglicht es, Klumpenrisiken und Diversifikationseffekte im Gesamtportfolio zu identifizieren und zu steuern. Je nach Art der organisatorischen Einbindung ist die übergreifende Steuerung zudem aufgrund der Vorschriften des KWG zwingend erforderlich. Die Einsatzvoraussetzungen für das Duale Steuerungsmodell

sind grundsätzlich positiv zu beurteilen, da die Steuerung des Geschäftsfeldes PE in eine vorhandene und konzeptionell kompatible Planungs-, Kontroll- und Informationsinfrastruktur integriert werden kann. Die Eignung des Modells wird jedoch dadurch limitiert, dass das Geschäftsfeld PE organisatorisch auszugliedern ist, wodurch die verschiedenen Integrationsinstrumente z. T. nur eingeschränkt nutzbar sind.

Neben den strukturellen und organisatorischen Integrationserfordernissen gilt es zudem, die kulturellen Divergenzen zwischen dem ausgegründeten PE-Geschäftsfeld und dem klassischen, kreditbasierten Firmenkundengeschäft zu überwinden. Hier stößt das Duale Steuerungsmodell an seine Grenzen. Die im Rahmen dieser geschäftspolitischen Analyse als sinnvoll herausgestellte komplementäre Ergänzung des Leistungsangebots durch PE ist daher realistischer Weise nur als evolutionärer Prozess zu vollziehen.

Literaturverzeichnis

- Aaker, D. A. (1988): Strategic Market Management, 2. Aufl., New York 1988.
- Achleitner, A.-K. (2000): Handbuch Investment Banking, 2. Aufl., Wiesbaden 2000.
- Ahnert, R. S. (2001): Due Diligence Reports im Kreditgeschäft mit Unternehmen, in: Kreditpraxis, 27. Jg., 1/2001, S. 23-27.
- Akerlof, G. A. (1970): The Market for „lemons“: Qualitative uncertainty and the market mechanism, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, 1970, S. 488-500.
- Amely, T. (1997): Shareholder-value als strategisches Steuerungsinstrument?, in: Sparkasse, 114. Jg., 6/1997, S. 277-281.
- Anslow, M. (1992): Time to stop calling it „venture capital“, in: Venture Capital Journal, o. Jg., February-March 1992, S. 2-3.
- Arndt, W. (1995): Die Bedeutung von Eigenkapitalausstattung und Managementqualifikation für die Kapitalversorgung mittelständischer Unternehmen, Diss., Tübingen 1995.
- Backhaus, K. (1995): Investitionsgütermarketing, 4. Aufl., München 1995.
- Backhaus, K. (1999): Industriegütermarketing, 6. Aufl., München 1999.
- Bader, H. (1996): Private Equity als Anlagekategorie: Theorie, Praxis und Portfoliomanagement für institutionelle Investoren, Bern/Stuttgart/Wien 1996.
- Ballwieser, W./Schmidt, R. H. (1981): Unternehmensverfassung, Unternehmensziele und Finanztheorie, in: Unternehmensverfassung als Problem der Betriebswirtschaftslehre, Berlin 1981, S. 645-682.
- Banken, R. (1987): Die Marktzinsmethode als Instrument der pretialen Lenkung in Kreditinstituten, Band 35 der Schriftenreihe des Instituts für Kreditwesen der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster, Hrsg.: H. Schierenbeck, Frankfurt a. M. 1987.
- Bascha, A./Walz, U. (2000): Hybride Finanzierungsinstrumente als Anreiz- und Kontrollmechanismen bei Venture Capital, in: Finanz Betrieb, 2. Jg., 6/2000, S. 410-418.
- Beermann, M./Masucci, A. (2000): Motive und Umsetzung eines Going Private, in: Finanz Betrieb, 2. Jg., 11/2000, S. 705-714.

- Bell, M. G. (1999): Venture Capitalist oder Angel – Welcher Kapitalgeber stiftet größeren Nutzen?, in: Die Bank, o. Jg., 6/1999, S. 372-377.
- Bellavite-Hövermann, Y. (2001): Die Begrenzung des Beteiligungsrisikos nach § 12 KWG, in: Finanz Betrieb, 3. Jg., 7-8/2001, S. 451-456.
- Berens, W./Brauner, H. U. (Hrsg.) (1999): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 2. Aufl., Stuttgart 1999.
- Betsch, O./Groh, A. P./Lohmann, L. G. E. (2000): Corporate finance: Unternehmensbewertung, M & A und innovative Kapitalmarktfinanzierung, 2. Aufl., München 2000.
- Betz, R. M. (1998): Konsortialbank für junge Wachstumsunternehmen, in: ZfgK, 51. Jg., 1/1998, S. 34-36.
- Bhide, A. (1993): The hidden costs of stock market liquidity, in: Journal of Financial Economics, Vol. 34, 1993, S. 31-51.
- Bilstein, J. (1989): Beteiligungs-Sondervermögen und Unternehmensbeteiligungsgesellschaften, in: Besteuerung und Unternehmenspolitik, Hrsg.: G. John, München 1989, S. 49-72.
- Bischoff, V. (2000): Viele Gründe für Börsenrückzug – Delisting eines Unternehmens muss nicht Übernahme bedeuten, in: FAZ, Nr. 92 vom 18. April 2000, Sonderbeilage Unternehmensbeteiligungen, S. B 19.
- Blättchen, W./Nespethal, U. (2002): Jahresrückblick Neuemissionen 2001, in: Finanz Betrieb, 4. Jg., 2/2002, S. 119-124.
- Blanckenburg, H. von (2001): Venture Capital und Private Equity: Das Angebot der KfW, in: Venture Capital und Private Equity: Erfolgreich wachsen mit Beteiligungskapital, Hrsg.: W. Stadler, Köln 2001, S. 273-279.
- Bleymüller, J./Gehlert, G./Gülicher, H. (2000): Statistik für Wirtschaftswissenschaftler, 12. Aufl., München 2000.
- Böhm, A. (1999): Geschäftsbeziehungen zwischen Bank und Existenzgründer, Band 20 der Reihe Gründung, Innovation und Beratung, Hrsg.: N. Szyperski/G. Bischoff/H. Klandt, Lohmar/Köln 1999.
- Boehm-Bezing, Ph. von (1998): Eigenkapital für nicht börsennotierte Unternehmen durch Finanzintermediäre, Band 21 der Studienreihe der Stiftung Kreditwirtschaft an der Universität Hohenheim, Hrsg.: J. H. von Stein, Berlin 1998.

- Boersch, C. (1998): Kreditgenossenschaften und Risikokapital – unter besonderer Berücksichtigung des genossenschaftlichen Förderauftrages, Diss., Essen 1998.
- Bonus, H. et al. (1999): Der genossenschaftliche Finanzverbund als strategisches Netzwerk – Neue Wege der Kleinheit, Arbeitspapiere des Instituts für Genossenschaftswesen der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster, Nr. 16, Münster 1999.
- Boos, K.-H./Fischer, R./Schulte-Mattler, H. (2000): Kreditwesengesetz: Kommentar zu KWG und Ausführungsvorschriften, München 2000.
- Bousek, H./Ehringer, G. (2001): Wertsteigerung durch Private Equity, in: Venture Capital und Private Equity: Erfolgreich wachsen mit Beteiligungskapital, Hrsg.: W. Stadler, Köln 2001, S. 97-106.
- Brankamp, T./Tobias, M. (2000): Vater Staat sichert das Risiko. Größter Wagniskapitalgeber Deutschlands ist die tbG, in: HB vom 18. Dezember 2000, S. N 5.
- Breuer, R.-E. (1997): Venture Capital – besseres Umfeld ist notwendig, in: Die Bank, o. Jg., 6/1997, S. 324-329.
- Brinker, B. (1998): Strategische Herausforderungen im Investment-Banking: Integration von Wholesale- und Retailbanking, Wiesbaden 1998.
- Brockhausen, J. (1984): Wagnisfinanzierung aus der Sicht der Sparkassenaufsicht, in: Sparkasse, 101. Jg., 9/1984, S. 349-351.
- Brodersen, Ch./Schäfer, J. (1992): Toxikologie des § 32a GmbHG, in: Jahrbuch 1992, Hrsg.: Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V., Berlin 1992, S. 33-36.
- Bröker, F. (2000): Quantifizierung von Kreditportfoliorisiken – Eine Untersuchung zu Modellalternativen und Anwendungsfeldern, Band 23 der Schriftenreihe des Zentrums für Ertragsorientiertes Bankmanagement in Münster, Hrsg.: B. Rolfes/H. Schierenbeck, Frankfurt a. M. 2000.
- Bruhns, K. (1992): Die Förderung von Kapitalbeteiligungsgesellschaften als Instrument der Mittelstandspolitik – Eine kritische Analyse der Wirkungen und Einsatzmöglichkeiten, Pfaffenweiler 1992.
- Büschgen, H. E. (2000): Strategische Positionierung und Profilierung der deutschen Sparkassen als regionale Finanzdienstleister im Euro-Land, in: ZfgK, 53. Jg., 11/2000, S. 580-595.

- Bundesverband deutscher Banken (Hrsg.) (2000): Private Banken – Partner des Mittelstands, Berlin Mai 2000, siehe auch Internet: <http://www.bdb.de/download/broschueren/dfa-mittelstand.pdf>.
- Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (1992): Jahrbuch 1992, Berlin 1992.
- Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (1993): Jahrbuch 1993, Berlin 1993.
- Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (1994): Jahrbuch 1994, Berlin 1994.
- Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (1995): Jahrbuch 1995, Berlin 1995.
- Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (1996): Jahrbuch 1996, Berlin 1996.
- Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (1997): Jahrbuch 1997, Berlin 1997.
- Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (1998): Jahrbuch 1998, Berlin 1998.
- Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (1999): Jahrbuch 1999, Berlin 1999.
- Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (2000a): Jahrbuch 2000, Berlin 2000.
- Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (2000b): BVK Dokumentationen – Venture Capital von A bis Z, 2. Aufl., Berlin 2000.
- Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (2001a): Directory 2001 – Leitfaden für Unternehmer & Mitgliederverzeichnis, Berlin 2001.
- Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (2001b): Jahrbuch 2001, Berlin 2001.
- Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (2001c): BVK Statistik I.-III. Quartal, Berlin 2001, siehe auch Internet: <http://www.bvk-ev.de/00/fakten/cfm>.

- Burghof, H.-P./Rudolph, B. (1996): Bankenaufsicht – Theorie und Praxis der Regulierung, Wiesbaden 1996.
- Bygrave, W. D. (1997): The portable MBA in entrepreneurship, 2nd edition, New York 1997.
- Bygrave, W. D./Timmons, J. A. (1992): Venture Capital at the Crossroads, Boston 1992.
- Bygrave, W. D./Hay, M./Peeters, J. B. (2000): Das Financial Times Handbuch Risikokapital, München 2000.
- Coase, R. H. (1937): The nature of the firm, in: *Econometrica*, Vol. 4, 1937, S. 386-405.
- Cullom, P. (2001): Der Venture Capital-Markt in Deutschland, in: *Venture Capital 2001 – Jahrbuch für Beteiligungsfinanzierung*, Hrsg.: ConVent Gesellschaft für Kongresse und Veranstaltungsmanagement mbH, Frankfurt a. M. 2001, S. 15-20.
- Cullom, P./Stein, Ch. (2001): MBO/MBI: Private Equity als Chance für den Start ins Unternehmerleben, in: *Venture Capital und Private Equity: Erfolgreich wachsen mit Beteiligungskapital*, Hrsg.: W. Stadler, Köln 2001, S. 123-140.
- Daferner, St. (2000): Eigenkapitalausstattung von Existenzgründungen im Rahmen der Frühfinanzierung, Band 2 der Schriftenreihe Finanzmanagement, Hrsg.: R. Hölscher, Sternenfels 2000.
- Deutsches Aktieninstitut e. V. (Hrsg.) (2002): DAI-Factbook, Köln Februar 2002, siehe auch Internet: <http://www.dai.de>.
- Deutsche Ausgleichsbank (Hrsg.) (1999): Allgemeine Bedingungen für die Vergabe von ERP-Mitteln (ERP-Vergabebedingungen), Bonn 1. Januar 1999.
- Deutsche Ausgleichsbank (Hrsg.) (2000a): Richtlinie für das ERP-Eigenkapitalhilfe-Programm zur Förderung selbstständiger Existenzen (EKH-Programm), Bonn 1. April 2000.
- Deutsche Ausgleichsbank (Hrsg.) (2000b): Wir fördern Existenzgründungen, Umweltschutz und neue Technologien. Programme, Richtlinien, Merkblätter, Bonn Juni 2000.
- Deutsche Ausgleichsbank (Hrsg.) (2001): Finanzierungsbausteine für Unternehmen mit Zukunft, Bonn Januar 2001.
- Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (1980): Monatsbericht Januar 1980, Statistischer Teil, Frankfurt a. M. 1980, S. 1*-79*.

- Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (1994a): Die fünfte Novelle des Kreditwesengesetzes, in: Monatsbericht November 1994, Frankfurt a. M. 1994, S. 59-67.
- Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (1994b): Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Westdeutschland 1960 bis 1992, in: Statistische Sonderveröffentlichung, November 1994, Frankfurt a. M. 1994.
- Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (1999): Zur Unternehmensfinanzierung in Deutschland und Frankreich: Eine vergleichende Analyse, in: Monatsbericht Oktober 1999, Frankfurt a. M. 1999, S. 29-46.
- Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2000): Der Markt für Wagniskapital in Deutschland, in: Monatsbericht Oktober 2000, Frankfurt a. M. 2000, S. 15-29.
- Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2001a): Bankenstatistik Januar 2001, Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 1, Frankfurt a. M. 2001.
- Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2001b): Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse Westdeutscher Unternehmen im Jahr 1999, in: Monatsbericht März 2001, Frankfurt a. M., S. 19-43.
- Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2001c): Die neue Basler Eigenkapitalvereinbarung (Basel II), in: Monatsbericht April 2001, Frankfurt a. M., S. 15-44.
- Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2001d): Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute im Jahr 2000, in: Monatsbericht September 2001, Frankfurt a. M., S. 15-50.
- Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2001e): Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland 1990 bis 2000, in: Statistische Sonderveröffentlichung 4, September 2001, Frankfurt a. M. 2001.
- Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2001f): Verhältniszahlen aus Jahresabschlüssen west- und ostdeutscher Unternehmen für 1998, in: Statistische Sonderveröffentlichung 6, September 2001, Frankfurt a. M. 2001.
- Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2001g): Bankenstatistik Oktober 2001, Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 1, Frankfurt a. M. 2001.
- Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2001h): Bankenstatistik November 2001, Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 1, Frankfurt a. M. 2001.
- Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2002a): Das Eigenkapital der Kreditinstitute aus bankinterner und regulatorischer Sicht, in: Monatsbericht Januar 2002, Frankfurt a. M. 2002, S. 41-60.

- Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2002b): Finanzmärkte in Deutschland, in: Monatsbericht Februar 2002, Statistischer Teil, Frankfurt a. M. 2002, S. 22-29.
- Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2002c): Bankenstatistik Februar 2002, Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 1, Frankfurt a. M. 2002.
- Doberanzke, V. (1993): Exklusive Finanzierung mittelständischer Unternehmen, Band 16 der Schriftenreihe für Kreditwirtschaft und Finanzierung, Hrsg.: K. F. Hagemüller/W. Engels/R. Kolbeck, Wiesbaden 1993.
- Domdey, H. (2001): Seed-Finanzierung: Chancenkapital für die neuen Unternehmer, in: Venture Capital und Private Equity: Erfolgreich wachsen mit Beteiligungskapital, Hrsg.: W. Stadler, Köln 2001, S. 73-77.
- Droste, K. D. et al. (1983): Falsche Ergebnisinformationen – Häufige Ursache für Fehlentwicklung in Banken, in: Die Bank, o. Jg., 7/1983, S. 313-323.
- Duhnkrack, TH. (2001): Segmentierung und ertragsorientierte Ausrichtung des Firmenkundengeschäfts, in: Das Firmenkundengeschäft – ein Wertvernichter?, Tagungsband, Hrsg.: B. Rolfes/H. Schierenbeck/St. Schüller, Band 28 der Schriftenreihe des Zentrums für Ertragsorientiertes Bankmanagement in Münster, Hrsg.: B. Rolfes/H. Schierenbeck, Frankfurt a. M. 2001, S. 81-99.
- Dunzendorfer, M. (1998): Mo' money!, in: ZfgK, 51. Jg., 5/1998, S. 196-197.
- DZ Bank (ehemals DG-Bank) (1998): Bordinstrument Betreuung-Mehrwert-Kompetenz, Frankfurt a. M. 1998.
- Egger, U. P. (2000): Kreditentscheidung richtig treffen, in: Kreditpraxis, 26. Jg., 5/2000, S. 15-19.
- Ehlermann, Ch./Schüppen, M. (1998): Die neue Unternehmensbeteiligungsgesellschaft – Phönix aus der Asche?, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 19. Jg., 36/1998, S. 1513-1522.
- Engel, R./Hofacker, K. (2001): Mehrwertschaffung durch Beteiligungskapitalgeber im Lebenszyklus des finanzierten Unternehmens, in: Finanz Betrieb, 3. Jg., 3/2001, S. 204-214.
- Engelmann, A./Heitzer, B. (1999): Mobilisierung von Business Angels in Deutschland, in: Finanz Betrieb, 1. Jg., 12/1999, S. 457-462.
- Engelmann, A. et al. (2000): Moderne Unternehmensfinanzierung: Risikokapital für Unternehmensgründung und -wachstum, Frankfurt a. M. 2000.

- European Private Equity & Venture Capital Association (Hrsg.) (2001): Pan-European Survey of Performance, in: evca Network News, Supplement, Zaventem/Belgien Oktober 2001, S. 5-8, siehe auch Internet: <http://www.evca.com/publication.html>.
- Eurostat (Hrsg.) (2001): Eurostat Jahrbuch 2001. Der statistische Wegweiser durch Europa für die Jahre 1989-1999, Luxemburg 2001.
- Fahrholz, B. (1998): Neue Formen der Unternehmensfinanzierung: Unternehmensübernahmen, Big ticket-Leasing, Asset Backed- und Projektfinanzierung, München 1998.
- Fanselow, K.-H./Stedler, H.R. (1992): Management-Buy-Out und Mezzanine Money, in: Die Bank, o. Jg., 7/1992, S. 395-398.
- Fanselow, K.-H./Stedler, H.R. (1994): UBGG-Novelle eröffnet neue Marktchancen, in: Die Bank, o. Jg., 12/1994, S. 740-744.
- Fanselow, K.-H./Stedler, H.R. (1998): UBGG-Deregulierung – Aufbruch im Markt, in: Die Bank, o. Jg., 5/1998, S. 290-293.
- Feinendegen, St./Hommel, U./Wright, M. (2001): Stand der Beteiligungskapitalfinanzierung in Deutschland – Ergebnisse einer empirischen Untersuchung, in: Finanz Betrieb, 3. Jg., 10/2001, S. 569-578.
- Finsterer, H./Gulder, M. (2001): Basel II verlangt Alternativen – Private Equity und Mezzanine-Mittel für den Mittelstand, in: Kreditpraxis, 27. Jg., 4/2001, S. 10-13.
- Fischer, L. (1987): Problemfelder und Perspektiven der Finanzierung durch Venture Capital in der Bundesrepublik Deutschland, in: DBW, 47. Jg., 1/1987, S. 8-32.
- Flehsig, R./Flesch, H.-R. (1982): Die Wertsteuerung – Ein Ansatz des operativen Controlling im Wertbereich, in: Die Bank, o. Jg., 10/1982, S. 454-465.
- Flesch, J. R. (1995): Die Grundgleichung geht nicht mehr auf, in: FAZ, Nr. 31 vom 6. Februar 1995, S. B 9.
- Forst, M. (1992): Management Buy-out und Buy-in als Form der Übernahme mittelständischer Unternehmen, Stuttgart 1992.
- Füser, K. (2001): Rating – Auswirkungen von Basel II auf den Mittelstand, in: Rating im Kontext von Basel II, Publikationen, Hrsg.: Ernst & Young Deutsche Allgemeine Treuhand AG, Stuttgart 15. Juni 2001, S. 1-14, siehe auch Internet: <http://www.ernst-young.de>.

- Geigenberger, I. (1999): Risikokapital für Unternehmensgründer – Der Weg zum Venture-Capital, München 1999.
- Gerke, W. et al. (1995): Probleme deutscher mittelständischer Unternehmen beim Zugang zum Kapitalmarkt: Analyse und wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen, Baden-Baden 1995.
- Gerke, W./Pfeufer, G. (1995): Finanzintermediation, in: Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, Hrsg.: W. Gerke/M. Steiner, 2. Aufl., Stuttgart 1995, S. 727-735.
- Gerke, W./Schöner, M. A. (1988): Die Auswirkungen von Risikonormen auf die Finanzierung von Innovationen, in: Bankrisiken und Bankrecht, Hrsg.: W. Gerke, Wiesbaden 1988, S. 187-212.
- Gladstone, D. (1988): Venture Capital Handbook: New and Revised, New Jersey 1988.
- Golland, F. (2000): Equity Mezzanine Capital – Eine innovative Finanzierungstechnik im Produktfeld des Structured Equity für noch nicht börsennotierte Unternehmen, in: Finanz Betrieb, 2. Jg., 1/2000, S. 34-39.
- Gompers, P. A./Lerner, J. (1999): The Venture Capital Cycle, Cambridge, Massachusetts 1999.
- Grabherr, O. (2001): Risikokapitalinstrumente im unternehmerischen Wachstumszyklus, in: Venture Capital und Private Equity: Erfolgreich wachsen mit Beteiligungskapital, Hrsg.: W. Stadler, Köln 2001, S. 29-42.
- Grabherr, R. (2001): Investor's Fit – Wie finden Sie zum richtigen Kapitalgeber, in: Venture Capital und Private Equity: Erfolgreich wachsen mit Beteiligungskapital, Hrsg.: W. Stadler, Köln 2001, S. 225-238.
- Greenspan, A. (1995): The Case for risk-based Pricing, in: ABA Banking Journal, o. Jg., 1/1995, S. 58-60.
- Grill, W./Perczynski, H. (1998): Wirtschaftslehre des Kreditwesens, 32. Aufl., Bad Homburg vor der Höhe 1998.
- Grisebach, R. (1989): Innovationsfinanzierung durch Venture Capital: Eine juristische und ökonomische Analyse, Law and Economics, Band 15, Hrsg.: J. Finsinger/M. Lehmann/A. Picot, München 1989.
- Groll, M. (1998): Die Rolle der Kreditgenossenschaften bei der Gründungsfinanzierung innovativer Unternehmen, in: BFuP, 50. Jg., 3/1998, S. 279-288.

- Grosskopf, W. (1990): Der Förderungsauftrag moderner Genossenschaftsbanken und seine Umsetzung in der Praxis, Frankfurt a. M. 1990.
- Häupler, J. (2001): Virtuelle Marktplätze für Private Equity – Neue Formen der Intermediation bei vorbörslichen Finanzierungen, Diss., Wien 2001.
- Häuser, F. (2000): Die neue Gesetzeslage kapitalersetzender Darlehen, Leipzig 2000.
- Hahn, O. (1980): Die Unternehmensphilosophie einer Genossenschaftsbank, Tübingen 1980.
- Haller, H. (1999): Eigenkapital aus Förderprogrammen, in: Finanz Betrieb, 1. Jg., 9/1999, S. 269-273.
- Haller, J. (2000): Rating und risikogerechtes Kreditpricing im Firmenkundengeschäft, in: Rentabilisierung des Firmenkundengeschäfts, Tagungsband zum 7. Basler Bankentag, 18. November 1999, Hrsg.: Basler Bankenvereinigung, Bern/Stuttgart/Wien 2000, S. 51-73.
- Hausberger, J./Prohazka, M. (1999): Zusammenarbeit zwischen Unternehmer und Eigenkapitalpartner – gelebte unternehmerische Partnerschaft zum Nutzen des Unternehmens, in: Beteiligungsfinanzierung – Neues Chancenkaptal für Unternehmen, Hrsg.: W. Stadler, Wien 1999, S. 171-184.
- Heim, D. (2001): Private Equity-Fonds in der Portfoliotheorie aus Sicht deutscher Anleger, in: Finanz Betrieb, 3. Jg., 9/2001, S. 487-495.
- Heinke, E. (1998): Partnerschaft im Management bei Genossenschaftsbanken, Genossenschaftliche Beiträge: Vorträge, Heft 44, Münster 1998.
- Heinke, E. (1999): Eigenkapital für "Job-Maschine" Mittelstand – Venture Capital zur weiteren Stärkung der hohen Innovationskraft in Nordrhein-Westfalen, in: Börsen-Zeitung vom 13.2.1999, S. B 3.
- Heitzer, B. (2000): Finanzierung junger innovativer Unternehmen durch Venture Capital-Gesellschaften, Band 23 der Reihe Gründung, Innovation und Beratung, Hrsg.: N. Szyperski/G. Bischoff/H. Klandt, Lohmar/Köln 2000.
- Heitzer, B./Scholten, P. (2001): Mezzanine Capital. Mittelding zwischen Eigen- und Fremdkapital erweitert Spielraum, in: FAZ, Nr. 113 vom 16. Mai 2001, Sonderbeilage Unternehmensbeteiligungen, S. B 6.

- Hertz-Eichenrode, A. (1998): Die Entwicklung des Beteiligungsmarktes in Deutschland, in: Jahrbuch 1998, Hrsg.: Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V., Berlin 1998, S. 9-15.
- Hertz-Eichenrode, A. (2001): Der Markt für Beteiligungskapital in Deutschland, in: Jahrbuch 2001, Hrsg.: Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V., Berlin 2001, S. 9-18.
- Hoppenstedt Firmeninformationen GmbH (Hrsg.) (2001a): Die größten Sparkassen der Bundesrepublik Deutschland, in: Banken – Jahrbuch 2002, Darmstadt 2001, S. V 30-V 31.
- Hoppenstedt Firmeninformationen GmbH (Hrsg.) (2001b): Die größten Genossenschaftsbanken der Bundesrepublik Deutschland, in: Banken – Jahrbuch 2002, Darmstadt 2001, S. V 58-V 59.
- Huntsman, B./Hoban, J.P. (1980): Investment in New Enterprise: “Some Empirical Observations on Risk, Return and Market Structure”, in: Financial Management, (Summer 1980), S. 44-51.
- IKB Deutsche Industriebank AG (Hrsg.) (2001): Mittelstandskredite: stärkere Differenzierung der Kreditkonditionen, in: IKB. Mitteilungen, Unternehmerthemen, 1/2001, Düsseldorf 2001, S. 3-6.
- Institut für Mittelstandsforschung Bonn (Hrsg.) (2001): Mittelstand – Definition und Schlüsselzahlen, Bonn 2001, siehe auch Internet: <http://www.ifm-bonn.org/dienste/daten.htm>.
- Jugel, St. et al. (2001): Der Leistungsstand deutscher Beteiligungsgesellschaften, Ludwigshafen 2001, siehe auch Internet: <http://www.competence-site.de/ebusiness.nsf>.
- Juncker, K./Rühle, J. (2002): Firmenkredite: Mit Basel II zu besseren Margen, in: bank und markt, 31. Jg., 2/2002, S. 31-34.
- Kaplan, R. S./Norton, D. P. (1996): The Balanced Scorecard. Translating Strategy into Action, Harvard Business Scholl Press 1996.
- Kaufmann, F./Kokalj, L. (1996): Risikokapitalmärkte für mittelständische Unternehmen, Stuttgart 1996.
- Kirchhoff, U. (2001): Herausforderungen an die Kooperation von Sparkassen und Landesbanken, in: B.Bl., 50. Jg., 10/2001, S. 461-463.

- Kirchhoff, U./Land, G. (1994): 25 Jahre Kapitalbeteiligungsgesellschaften der Sparkassen-Finanzgruppe, in: Sparkasse, 111. Jg., 7/1994, S. 298-300.
- Kirmße, St. (1996): Die Bepreisung und Steuerung von Ausfallrisiken im Firmenkundengeschäft der Kreditinstitute – Ein optionspreistheoretischer Ansatz, Band 10 der Schriftenreihe des Zentrums für Ertragsorientiertes Bankmanagement in Münster, Hrsg.: B. Rolfes/H. Schierenbeck, Frankfurt a. M. 1996.
- Kirmße, St. (2001): Kreditrisikosteuerung im Firmenkunden-Portefeuille, in: Das Firmenkundengeschäft – ein Wertvernichter?, Tagungsband, Hrsg.: B. Rolfes/H. Schierenbeck/St. Schüller, Band 28 der Schriftenreihe des Zentrums für Ertragsorientiertes Bankmanagement in Münster, Hrsg.: B. Rolfes/H. Schierenbeck, Frankfurt a. M. 2001, S. 101-129.
- Kirmße, St./Schweizer, St. (2001): VR-CreditPortfolioManager – Portfolioorientierte Kreditrisikosteuerung für den genossenschaftlichen Verbund, in: Bankinformativ/Genossenschaftsforum, 28. Jg., 3/2001, S. 20-26.
- Klaus, A. (2001): Unternehmensnachfolge – Begleitung durch alle Phasen der Firmenübergabe, in: Kreditpraxis, 27. Jg., 4/2001, S. 14-17.
- Klemm, H.A. (1988): Die Finanzierung und Betreuung von Innovationsvorhaben durch Venture Capital Gesellschaften. Möglichkeiten und Grenzen der Übertragung des amerikanischen Venture Capital Konzepts auf die Bundesrepublik Deutschland, Frankfurt a. M. 1988.
- Köhler, P. (1994): 25 Jahre Kapitalbeteiligungsgesellschaften der Sparkassenorganisation, in: Sparkasse, 111. Jg., 7/1994, S. 293-296.
- Köhler, G. (2001): Welche Unterstützung kann eine professionelle Venture Capital-Gesellschaft geben?, in: Venture Capital 2001 – Jahrbuch für Beteiligungsfinanzierung, Hrsg.: ConVent Gesellschaft für Kongresse und Veranstaltungsmanagement mbH, Frankfurt a. M. 2001, S. 43-45.
- Körner, G. (1994): Die Einbindung der Sparkassen in die Beteiligungsaktivitäten einer Landesbank, in: Sparkasse, 111. Jg., 7/1994, S. 300-302.
- Koo, R. (2001): Venture Capital – Eine systematische Betrachtung von Unternehmer und Risikokapitalgeber, in: Venture Capital und Private Equity: Erfolgreich wachsen mit Beteiligungskapital, Hrsg.: W. Stadler, Köln 2001, S. 193-216.
- Koschatzky, K. et al. (Hrsg.) (1999): Finanzierung von KMU im Innovationsprozeß – Akteure, Strategien, Probleme, Konferenzbeiträge des Fraunhofer-Instituts für Systemtechnik und Innovationsforschung (ISI), Karlsruhe 1999.

- Kreditanstalt für Wiederaufbau (Hrsg.) (2000a): Ratings, Basel II und die Finanzierungskosten von KMU, in: KfW-Beitragsreihe „Mittelstands- und Strukturpolitik“, Nr. 16, Frankfurt a. M. 2000, S. 21-30.
- Kreditanstalt für Wiederaufbau (Hrsg.) (2000b): Die Programme zur Finanzierung von Innovationen, Technologie und Beteiligungen, Frankfurt a. M. 2000.
- Kreditanstalt für Wiederaufbau (Hrsg.) (2001a): Die Programme zur Finanzierung von gewerblichen Investitionen und Umweltschutz, Frankfurt a. M. 2001.
- Kreditanstalt für Wiederaufbau (Hrsg.) (2001b): Rating: Herausforderungen für Kreditinstitute und Unternehmen, in: KfW-Beitragsreihe „Mittelstands- und Strukturpolitik“, Nr. 26, Frankfurt a. M. 2001, S. 24-32.
- Kulicke, M. (1998): Der Aufbau eines Marktes für Beteiligungskapital, Stuttgart 1998.
- Kulicke, M. (1999): Aktuelle Situation der Innovationsfinanzierung, in: Finanzierung von KMU im Innovationsprozeß – Akteure, Strategien, Probleme, Konferenzbeiträge des Fraunhofer-Instituts für Systemtechnik und Innovationsforschung (ISI), Hrsg.: K. Koschatzky et al., Karlsruhe 1999, S. 3-20.
- Kulicke, M./Muller, E. (1995): Renditen von Venture-Capital-Gesellschaften: Eine Literaturobwertung zum amerikanischen und europäischen Venture-Capital-Markt. Karlsruhe 1995.
- Kuritzkes, A./Harris, S./Strothe, G. (2000): Redesign des Kreditsprozesses, in: Die Bank, o. Jg., 1/2000, S. 42-47.
- Kußmaul, H./Junker, A. (2000): Vorteilhaftigkeitsveränderungen bei Kapitalbeteiligungsgesellschaften im Kontext des „Steuersenkungsgesetzes“?, in: Finanz Betrieb, 2. Jg., 6/2000, S. 418-430.
- Leopold, G./Frommann, H. (1998): Eigenkapital für den Mittelstand: Venture Capital im In- und Ausland, München 1998.
- Lerner, J. (1999): Venture Capital and Private Equity: A Casebook, New York 1999.
- Levin, J. S. (1998): Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions, New York 1998.
- Lintner, J. (1965): Security Prices: Risk and Maximal Gains from Diversification, in: Journal of Finance, Vol. 20, 1965, S. 587-615.

- Lister, M. (1997): Risikoadjustierte Ergebnismessung und Risikokapitalallokation, Band 12 der Schriftenreihe des Zentrums für Ertragsorientiertes Bankmanagement in Münster, Hrsg.: B. Rolfes/H. Schierenbeck, Frankfurt a. M. 1997.
- Lohl, H./Zickenrott, W. (2001): Mezzaninekapital – eine flexible Finanzierungsform für den Mittelstand, in: Einzelbeiträge, Unternehmerthemen, Hrsg: IKB Deutsche Industriebank AG, Düsseldorf 2001, S. 31-34.
- Mackewicz, D. (1999): Die Banken sind besser als ihr Ruf, in: Bank Magazin, 48. Jg., 8/1999, S. 34-36.
- Mackewicz & Partner (Hrsg.) (2000): Mythos, Visionen, Chancen – Venture Capital in den USA, Deutschland und Europa. München 2000.
- Mang, Th. (2001a): Kreditrisiken im mittelständischen Firmenkundengeschäft und bei Existenzgründungen als Herausforderungen der Sparkassen-Finanzgruppe, Vortrag anlässlich des 2. Norddeutschen Bankentags am 22. Juni 2001 in Lüneburg, siehe auch Internet: <http://www.dsgv.de>.
- Mang, Th. (2001b): Investment Banking für den Mittelstand: Integration gefragt, in: bank und markt, 30. Jg., 6/2001, S. 12-16.
- Maravic, E. (2001): Die unsichtbare Hand – Anmerkungen zur Tätigkeit der Europäischen Investitionsbank im Rahmen von Risikokapitalfinanzierungen, in: Venture Capital und Private Equity: Erfolgreich wachsen mit Beteiligungskapital, Hrsg.: W. Stadler, Köln 2001, S. 255-264.
- Martin, F. (1994): Wettbewerbliche Neuorientierung von Kreditgenossenschaften – eine Betrachtung unter besonderer Berücksichtigung transaktionskostenökonomischer Überlegungen zum Finanzverbund, Berlin 1994.
- McKinsey & Company (1999): Planen, gründen, wachsen: Mit dem professionellen Businessplan zum Erfolg, 2. Aufl., Wien 1999.
- Meffert, H. (2000): Marketing: Grundlagen marktorientierter Unternehmensführung: Konzepte – Instrumente – Praxisbeispiele, 9. Aufl., Wiesbaden 2000.
- Meffert, H./Bruhn, M. (2000): Dienstleistungsmarketing: Grundlagen – Konzepte – Methoden; mit Fallstudien, 3. Aufl., Wiesbaden 2000.
- Mendel, M. (2001): Die Finanzierung des Mittelstandes wird sich grundlegend verändern, in: FAZ, Nr. 1 vom 2. Januar 2001, S. 38.

- Merk, S. (2001): 400.000 Unternehmer suchen einen Nachfolger, in: Bankinformation/Genossenschaftsforum, 28. Jg., 9/2001, S. 41-42.
- Merl, G. (1998): Investment Banking – auch für Sparkassen?, in: ZfgK, 51. Jg., 8/1998, S. 392-396.
- Mittendorfer, R. (2001a): Die Szenerie der Investoren, in: Venture Capital und Private Equity: Erfolgreich wachsen mit Beteiligungskapital, Hrsg.: W. Stadler, Köln 2001, S. 43-70.
- Mittendorfer, R. (2001b): Finanzierungsmodelle von Leveraged Buyouts, in: Venture Capital und Private Equity: Erfolgreich wachsen mit Beteiligungskapital, Hrsg.: W. Stadler, Köln 2001, S. 141-184.
- Modigliani, F./Pogue, G. A. (1994): „An Introduction to Risk and Return“, 1974, in: “CFA Candidate Readings”, AIMR-Publications, 1994, S. 95-107.
- Monßen, H.-G. (1996): Die Stellung der regionalen Zentralbanken im genossenschaftlichen Bankenverbund, Band 38 der Kooperations- und genossenschaftliche Beiträge, Münster 1996.
- Mossin, J. (1966): Equilibrium in a Capital Asset Market, in: Econometrica, Vol. 34, 1966, S. 768-783.
- Nittka, I. (2000): Informelles Venture Capital und Business Angels, in: Finanz Betrieb, 2. Jg., 4/2000, S. 253-262.
- Nolte, B./Stummer, F. (2000): Die Beteiligungskapitalgesellschaften der Sparkassen auf dem deutschen Venture-Capital-Markt, in: ZfgK, 53. Jg., 18/2000, S. 1066-1067.
- Nolte, B./Stummer, F. (2001): Die Venture-Capital-Aktivitäten deutscher Sparkassen, in: Sparkasse, 118. Jg., 5/2001, S. 211-213.
- Norden, J. (2001): Mögliche Wege aus dem Dilemma mittelständischer Firmenkunden, in: B.Bl., 50. Jg., 11/2001, S. 540-542.
- Osterloh, M./Frost, J. (2000): Prozessmanagement als Kernkompetenz – Wie Sie Business Reengineering strategisch nutzen können, 3. Aufl., Wiesbaden 2000.
- o. V. (1976): Die größten deutschen Kreditinstitute, in: Bank-Betrieb, 16. Jg., 12/1976, S. 468-470.
- o. V. (1999): BVR-Genossen – Überleben aus eigener Kraft – aber wie?, in: Platow-Brief, o. Jg., 120/1999, Frankfurt a. M. 1999, S. 1.

- o. V. (2001a): Die Sparkassen-Rangliste 2000, in: Sparkassen Zeitung, Beilage Juni 2001, S. 3-9.
- o. V. (2001b): Die 100 größten deutschen Kreditinstitute, in: Die Bank, o. Jg., 8/2001, S. 596-597.
- o. V. (2001c): „Mittelständler sollten Basel-II-Regeln als Chance begreifen“, in: FAZ, Nr. 198 vom 27. August 2001, S. 15.
- o. V. (2001d): Private Equity at Work: Zwischen Eigen- und Fremdkapital, in: VentureCapital Magazin, 2. Jg., 10/2001, Beiheft zum Abonnement-Supplement GoingPublic Magazin, S. 12-13.
- Pahlen, D. (1998): WGZ Venture-Capital Gesellschaft: Erwartungen an ein junges Unternehmen, in: ZfgK, 51. Jg., 5/1998, S. 224-225.
- Paulick, H. (1998): Handbuch der Stillen Gesellschaft: Gesellschaftsrecht – Steuerrecht, begründet von H. Paulick, fortgeführt von U. Blaurock, 5. Aufl., Köln 1998.
- Perridon, L./Steiner, M. (1997): Finanzwirtschaft der Unternehmung, 9. Aufl., München 1997.
- Pichotta, A. (1990): Die Prüfung der Beteiligungswürdigkeit von innovativen Unternehmungen durch Venture Capital-Gesellschaften, Band 11 der Reihe Gründung, Innovation und Beratung, Hrsg.: N. Szyperski, J.G. Bischoff/Klandt, H. , Bergisch Gladbach/Köln 1990.
- Pleister, Ch. (2000): Neue Wege der Finanzierung für den Mittelstand, in: ZfgK, 53. Jg., 10/2000, S. 510-514.
- Pleister, Ch. (2001): Kreditrisikosteuerung im genossenschaftlichen Verbund: Der Handlungsbedarf – Die Lösung – Die Umsetzung, in: Das Firmenkundengeschäft – ein Wertvernichter?, Tagungsband, Hrsg.: B. Rolfes/H. Schierenbeck/ St. Schüler, Band 28 der Schriftenreihe des Zentrums für Ertragsorientiertes Bankmanagement in Münster, Hrsg.: B. Rolfes/H. Schierenbeck, Frankfurt a. M. 2001, S. 159-173.
- Pleschak, F./Stummer, F. (1999): Beteiligungskapital in Finanzierungskonzepten junger Technologieunternehmen der neuen Bundesländer, in: Finanz Betrieb, 1. Jg., 10/1999, S. 327-332.
- Plinke, W. (1995): Grundlagen der Business-to-Business-Marketing, in: Technischer Vertrieb. Grundlagen, Hrsg.: M. Kleinaltenkamp/W. Plinke, Berlin et al. 1995, S. 3-134.

- Porter, M. E. (1999): Wettbewerbsstrategie: Methoden zur Analyse von Branchen und Konkurrenten, 10. Aufl., Frankfurt a. M./New York 1999.
- Posner, D. (1996): Early Stage-Finanzierungen: Spannungsfeld zwischen Gründern, Investoren und staatlichen Rahmenbedingungen, Band 22 der Schriftenreihe für Kreditwirtschaft und Finanzierung, Hrsg.: K. F. Hagenmüller/W. Engels/R. Kolbeck, Wiesbaden 1996.
- Priewasser, E. (1994): Die Priewasser-Prognose – Bankstrategien und Bankmanagement 2009, Frankfurt a. M. 1994.
- PricewaterhouseCoopers (1991): Winning Corporate Business, London 1991.
- Raab, W. (1997): 3. Finanzmarktförderungsgesetz – Größerer Freiraum für Investoren, in: Bank Magazin, 46. Jg., 9/1997, S. 32-34.
- Rappaport, A. (1995): Shareholder Value – Wertsteigerung als Maßstab für die Unternehmensführung, Stuttgart 1995.
- Rasch, S. (1994): Börsensegmente für Nebenwerte an Europas Börsen, in: Die Bank, o. Jg., 9/1994, S. 512-517.
- Rasch, H./Kesper, M. (2001): Förderungen von High Tech Venture: Nationale und regionale Strategien, in: Venture Capital und Private Equity: Erfolgreich wachsen mit Beteiligungskapital, Hrsg.: W. Stadler, Köln 2001, S. 265-272.
- Reitz, U. (2002): Monti hat jetzt auch die KfW im Visier, in: Welt am Sonntag vom 30. September 2001, S. 54.
- Röschl, C. (2001): Investment Story: Das Drehbuch für eine erfolgreiche Equity Story, in: Venture Capital und Private Equity: Erfolgreich wachsen mit Beteiligungskapital, Hrsg.: W. Stadler, Köln 2001, S. 307-313.
- Rolfes, B. (1993): Marktinsorientierte Investitionsrechnung, in: ZfB, 63. Jg., 7/1993, S. 691-713.
- Rolfes, B. (1998): Moderne Investitionsrechnung, 2. Aufl., München/Wien 1998.
- Rolfes, B. (1999): Gesamtbanksteuerung, Stuttgart 1999.
- Rolfes, B. (2001a): Renditeansprüche für Gesamtbank und Geschäftsbereiche, in: Handbuch Bankcontrolling, Hrsg.: H. Schierenbeck/B. Rolfes/St. Schüller, 2. Aufl., Wiesbaden 2001, S. 509-518.

- Rolfes, B. (2001b): Welche Wertbeiträge liefert das Firmenkundengeschäft der Banken?, in: Das Firmenkundengeschäft – ein Wertvernichter?, Tagungsband, Hrsg.: B. Rolfes/H. Schierenbeck/St. Schüller, Band 28 der Schriftenreihe des Zentrums für Ertragsorientiertes Bankmanagement in Münster, Hrsg.: B. Rolfes/H. Schierenbeck, Frankfurt a. M. 2001, S. 1-26.
- Rolfes, B./Emse, C. (2000): Rating-basierte Ansätze zur Bemessung der Eigenkapitalunterlegung von Kreditrisiken, ecfs-Forschungsbericht, August 2000.
- Rolfes, B./Kirmße, St. (2000): Ermittlung des Ertragswerts einer Kundenbeziehung, in: B.Bl., 49. Jg., 7/2000, S. 343-346.
- Rolfes, B./Schierenbeck, H./Schüller, St. (Hrsg) (1999): Konzentration am Bankenmarkt – Strukturentwicklung und geschäftspolitische Konsequenzen, Tagungsband, Band 20 der Schriftenreihe des Zentrums für Ertragsorientiertes Bankmanagement in Münster, Hrsg.: B. Rolfes/H. Schierenbeck, Frankfurt a. M. 1999.
- Rometsch, S. (1998): Strategische Herausforderungen im Firmenkundengeschäft der Banken, in: ZfgK, 51. Jg., 6/1998, S. 262-276.
- Rometsch, S. (1999): Firmenkundengeschäft – Wertvernichter der Banken?, in: Die Bank, o. Jg., 12/1999, S. 810-817.
- Rotch, W. (1968): The Pattern of Success in Venture Capital Financing, in: Financial Analysis Journal, Vol. 24, September-Oktober 1968, S. 141-147.
- Rudolph, B./Fischer, Ch. (2000): Der Markt für Private Equity, in: Finanz Betrieb, 2. Jg., 1/2000, S. 49-56.
- Ruhnka, J. C./Young, J. E. (1987): A Venture Capital Model of the Development Process for new Ventures, in: Journal of Business Venturing, 2. Jg. (1987), S. 167-184.
- Sal. Oppenheim jr. & Cie. KGaA (Hrsg.) (2001): Sparkassen und Landesbanken im Wandel, Köln 30. August 2001, siehe auch Internet: <http://www.oppenheim.de/channel/presse/veroeffentlichungen.htm>.
- Sauer, R. (1993): Möglichkeiten und Grenzen externer Eigenkapitalbeschaffung mittelständischer Unternehmungen – eine Analyse aus Sicht der Unternehmung differenziert nach Finanzierungsformen, Ausstattungsmerkmalen und Kapitalgebern, Bergisch Gladbach 1993.
- Schefczyk, M./Gerpott, T. J. (1998): Beratungsunterstützung von Portfoliounternehmen durch deutsche Venture Capital-Gesellschaften: Eine empirische Untersuchung, in: ZfB-Ergänzungsheft, 68. Jg., 2/1998, 143-166.

- Schefczyk, M. (2000): Finanzieren mit Venture Capital: Grundlagen für Investoren, Finanzintermediäre, Unternehmer und Wissenschaftler, Stuttgart 2000.
- Schierenbeck, H. (1973): Beteiligungsentscheidungen – Betriebswirtschaftliche Grundlagen des Erwerbs und der Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen, Berlin 1973.
- Schierenbeck, H. (1995): Konzeption eines integrierten Risikomanagements, in: Risk-Management in Banken, Tagungsband zum 2. Basler Bankentag, 24. November 1994, Hrsg.: Basler Bankenvereinigung, Bern/Stuttgart/Wien 1995, S. 3-59.
- Schierenbeck, H. (1998): Shareholder Value-Management im Konzept Ertragsorientierter Banksteuerung, in: Die Bank, o. Jg., 1/1998, S. 13-17.
- Schierenbeck, H. (1999): Gedanken zur Zukunftsfähigkeit der genossenschaftlichen Bankengruppe, in: ZfgK, 52. Jg., 7/1999, S. 340-341.
- Schierenbeck, H. (2000a): Grundzüge der Betriebswirtschaftslehre, 15. Aufl., München/Wien 2000.
- Schierenbeck, H. (2000b): Geschäftspolitische Herausforderungen für die Banken im Firmenkundengeschäft, in: Rentabilisierung des Firmenkundengeschäfts, Tagungsband zum 7. Basler Bankentag, 18. November 1999, Hrsg.: Basler Bankenvereinigung, Bern/Stuttgart/Wien 2000, S. 3-49.
- Schierenbeck, H. (2001a): Ertragsorientiertes Bankmanagement, Band 1: Grundlagen, Marktzinsmethode und Rentabilitäts-Controlling, 7. Aufl., Wiesbaden 2001.
- Schierenbeck, H. (2001b): Ertragsorientiertes Bankmanagement, Band 2: Risiko-Controlling und integrierte Rendite-/Risikosteuerung, 7. Aufl., Wiesbaden 2001.
- Schierenbeck, H. (2001c): Relationship-Management als zentraler Erfolgsfaktor im Firmenkundengeschäft, in: Das Firmenkundengeschäft – ein Wertvernichter?, Tagungsband, Hrsg.: B. Rolfes/H. Schierenbeck/St. Schüller, Band 28 der Schriftenreihe des Zentrums für Ertragsorientiertes Bankmanagement in Münster, Hrsg.: B. Rolfes/H. Schierenbeck, Frankfurt a. M. 2001, S. 187-216.
- Schierenbeck, H. (2001d): Risikokalküle im Ertragsorientierten Bankmanagement, in: Handbuch Bankcontrolling, Hrsg.: H. Schierenbeck/B. Rolfes/St. Schüller, 2. Aufl., Wiesbaden 2001, S. 718-731.

- Schierenbeck, H. (2001e): Das Duale Steuerungsmodell, in: Handbuch Bankcontrolling, Hrsg.: H. Schierenbeck/B. Rolfes/St. Schüller, 2. Aufl., Wiesbaden 2001, S. 87-102.
- Schierenbeck, H./Hölscher, R. (1998): BankAssurance – Institutionelle Grundlagen der Bank- und Versicherungsbetriebslehre, 4. Aufl., Stuttgart 1998.
- Schierenbeck, H./Lister, M. (2001): Value Controlling: Grundlagen Wertorientierter Unternehmensführung, München/Wien 2001.
- Schiller, R./Struck, J. (1997): Wirtschaftsförderung und Existenzgründung, in: Handbuch Corporate Finance, Hrsg.: A.-K. Achleitner/G. Thoma, Köln 1997, S. 1-21.
- Schmalenbach, E. (1947): Pretiale Wirtschaftslenkung, Band 1: Die optimale Geltungszahl, Bremen-Horn 1947.
- Schneider, D. (1986): Lücken bei der Begründung einer „Eigenkapitallücke“, in: DB, 39. Jg., 45/1986, S. 2293-2298.
- Schneider, J. (1989): Die Gründungsfinanzierung innovativer Unternehmen – Die Rolle der Kreditgenossenschaften, Marburger Schriften zum Genossenschaftswesen, Hrsg.: V. Beuthien, Göttingen 1989.
- Schober, A. (1995): Die evca-Richtlinien zur Performancemessung, in: Jahrbuch 1995, Hrsg.: Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V., Berlin 1995, S. 76-90.
- Schröder, Ch. (1992): Strategien und Management von Beteiligungsgesellschaften – Ein Einblick in Organisationsstrukturen und Entscheidungsprozesse von institutionellen Eigenkapitalinvestoren, Baden-Baden 1992.
- Schröder, J. (1997): Der moderne Förderauftrag im Gründungsgeschäft der Kreditgenossenschaften. Herleitung, Funktion und Möglichkeiten der Umsetzung, Band 40 der Kooperations- und genossenschaftlichen Beiträge, Münster 1997.
- Schüller, St. (1997): Ertragsorientierte Risikopolitik – Changemanagement des Kreditprozesses, in: Risikomanagement in Kreditinstituten, Tagungsband, Hrsg.: B. Rolfes/H. Schierenbeck/St. Schüller, Band 5 der Schriftenreihe des Zentrums für Ertragsorientiertes Bankmanagement in Münster, Hrsg.: B. Rolfes/H. Schierenbeck, 2. Aufl. Frankfurt a. M. 1997, S. 173-190.

- Schüller, St. (2001): Strukturwandel im Firmenkundengeschäft – Ansatzpunkte für eine Retailkonzeption?, in: Das Firmenkundengeschäft – ein Wertvernichter?, Tagungsband, Hrsg.: B. Rolfes/H. Schierenbeck/St. Schüller, Band 28 der Schriftenreihe des Zentrums für Ertragsorientiertes Bankmanagement in Münster, Hrsg.: B. Rolfes/H. Schierenbeck, Frankfurt a. M. 2001, S. 63-80.
- Schüppen, M./Ehlermann, Ch. (2000): Corporate Venture Capital, Köln 2000.
- Schween, K. (1996): Corporate Venture Capital: Risikokapitalfinanzierung deutscher Industrieunternehmen, Wiesbaden 1996.
- Segal, Ch. (1995): Die Finanzierung ostdeutscher Unternehmen durch renditeorientierte Kapitalbeteiligungsgesellschaften, Frankfurt a. M. 1995.
- Sharpe, W.F. (1964): Capital Asset Prices. A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, in: Journal of Finance, Vol. 19, 1964, S. 425-442.
- Sidler, S. (1997): Risikokapital-Finanzierung von Jungunternehmen, Bern/Stuttgart/Wien 1997.
- Simon, H. (1988): Schaffung und Verteidigung von Wettbewerbsvorteilen, in: Wettbewerbsvorteile und Wettbewerbsfähigkeit, Hrsg.: H. Simon, Stuttgart 1988, S. 1-17.
- Sohbi, H. (2001): Delisting and Going Private – Chancen, Techniken und Risiken des Börsenausstieges, in: Venture Capital 2001 – Jahrbuch für Beteiligungsfinanzierung, Hrsg.: ConVent Gesellschaft für Kongresse und Veranstaltungsmanagement mbH, Frankfurt a. M. 2001, S. 103-106.
- Stadler, W. (2001): Unternehmensbeteiligungen im Euro-Kapitalmarkt: Neue Märkte – neue Chancen, in: Venture Capital und Private Equity: Erfolgreich wachsen mit Beteiligungskapital, Hrsg.: W. Stadler, Köln 2001, S. 21-27.
- Statistisches Bundesamt (2001): Statistisches Jahrbuch der Bundesrepublik Deutschland 2000, Wiesbaden 2001.
- Statistisches Bundesamt (Hrsg.) (2002): Zeitreihensevice, erhältlich über Internet: <http://statistik-bund.de>.
- Stedler, H.R. (1993): Beteiligungskapital im bankbetrieblichen Leistungsangebot, in: Die Bank, o. Jg., 6/1993, S. 347-351.

- Stöbe, K. (2000): Die Schlüsselfaktoren für die Auswirkungen von Management Buy-outs, Diplomarbeit, Berlin 2000, siehe auch Internet: <http://mbonet.de>.
- Stringfellow, M. (2001): Mezzanine-Finanzierung für Wachstumsunternehmen, in: Venture Capital und Private Equity: Erfolgreich wachsen mit Beteiligungskapital, Hrsg.: W. Stadler, Köln 2001, S. 117-122.
- Stummer, F./Nolte, B. (2001): Venture Capital – ein wichtiges Instrument im Finanzierungskasten, in: B.Bl., 50. Jg., 8/2001, S. 381-383.
- Süchting, J./Kill, R./Neitzel, M. (1999): Beurteilung und Controlling von Venture Capital-Beteiligungen: Grundlagen zur Beurteilung und zum Controlling von Venture Capital-Finanzierungen durch Kapitalbeteiligungsgesellschaften, Bochum 1999.
- tbG Technologie-Beteiligungs-Gesellschaft mbH der Deutschen Ausgleichsbank - (Hrsg.) (2000): Beteiligungsgrundsätze für das Programm „Förderung und Unterstützung von technologieorientierten Unternehmensgründungen“ (Futour 2000), Bonn 1. August 2000, siehe auch Internet: <http://www.tbgbonn.de/pdf/tbg-05eu.pdf>.
- tbG Technologie-Beteiligungs-Gesellschaft mbH der Deutschen Ausgleichsbank (Hrsg.) (2001a): Beteiligungsgrundsätze für das Programm „Beteiligungskapital für kleine Technologieunternehmen“ (Programm BTU), Bonn 1. Juli 2001, siehe auch Internet: <http://www.tbgbonn.de/pdf/grundsuetzebtu.pdf>.
- tbG Technologie-Beteiligungs-Gesellschaft mbH der Deutschen Ausgleichsbank (Hrsg.) (2001b): Beteiligungsgrundsätze für das „DtA–Technologie–Beteiligungsprogramm“, Bonn 1. Juli 2001, siehe auch Internet: <http://www.tbgbonn.de/pdf/grundsuetzedta.pdf>.
- tbG Technologie-Beteiligungs-Gesellschaft mbH der Deutschen Ausgleichsbank (Hrsg.) (2001c): Marktdominante Venture-Capitalists, Bonn 31. Dezember 2001, siehe auch Internet: <http://www.tbgbonn.de>.
- Then Bergh, F. (1998): Leveraged Management Buyout: Konzept und agency– theoretische Analyse, Wiesbaden 1998.
- Tiedt, St. (2000): Financial Due Diligence in der Technologie-Branche, in: Finanz Betrieb, 1. Jg., 10/2000, S. 608-614.
- Tippelskirch, A. von (2001): Institutionelle Beteiligungsformen gewinnen an Bedeutung, in: Börsen-Zeitung vom 4.4.2001, S. B 8.

- Trobitz, H.-H./Salcher, P. (1999): Investment Banking – ein neuer Trend?, in: BI, 26. Jg., 6/1999, S. 54-59.
- Verband der Vereine Creditreform e. V. (Hrsg.) (2001a): Insolvenzen, Neugründungen und Löschungen, 1. Halbjahr 2001, Neuss 2001.
- Walter, J. (1994): Die RBS – praktizierte Kooperation im Beteiligungsgeschäft, in: Sparkasse, 111. Jg., 7/1994, S. 302-304.
- Weber, T. (2001): Der Einfluss von Beteiligungskapital auf die Beteiligungsunternehmen und die deutsche Wirtschaft, in: Jahrbuch 2001, Hrsg.: Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V., Berlin 2001, S. 19-30.
- Weimerskirch, P. (1999): Finanzierungsdesign bei Venture-Capital-Verträgen, 2. Aufl., Wiesbaden 1999.
- Weitnauer, W. (Hrsg.) (2001): Handbuch venture capital – Von der Innovation zum Börsengang, 2. Aufl., München 2001.
- Weitnauer, W. (2001): Rahmenbedingungen und Gestaltung von Private Equity Fonds, in: Finanz Betrieb, 3. Jg., 4/2001, S. 258-271.
- Wieandt, A./Miller, A. (2001): Europäisches Firmenkundengeschäft – Strategien und Organisationsansätze, in: Die Bank, o. Jg., 1/2001, S. 8-14.
- Wiedemann, A. (1998): Die Passivseite als Erfolgsquelle: Zinsmanagement in Unternehmen, Wiesbaden 1998.
- Williamson, O.E. (1988): Corporate finance and corporate governance, in: Journal of Finance, Vol. 43, 1988, S. 567-591.
- Winkelmann, M. (2001): Start-up- und Wachstumsfinanzierungen für den Mittelstand, in: Venture Capital 2001 – Jahrbuch für Beteiligungsfinanzierung, Hrsg.: Con-Vent Gesellschaft für Kongresse und Veranstaltungsmanagement mbH, Frankfurt a. M. 2001, S. 121-123.
- Wittneben, D. (1997): Innovationsförderung kleinerer und mittlerer Unternehmen durch Bereitstellung von Wagniskapital, Edition Wirtschaftswissenschaften, Band 10 der Reihe Banken und Versicherungen, Frankfurt an der Oder 1997.

- Wöhle, C. B. (1999): Private Banking in der Schweiz – Geschäftspolitische Ansätze zur Kunden- und Ertragsorientierten Steuerung, Basler Bankenstudien, Hrsg.: H. Schierenbeck, Bern/Stuttgart/Wien 1999.
- Wupperfeld, U. (1994): Strategien und Management von Beteiligungsgesellschaften im deutschen Seed-Capital-Markt – Ergebnisse einer empirischen Untersuchung von 33 Beteiligungsgesellschaften und Banken, Karlsruhe 1994.
- Zemke, I. (1995): Die Unternehmensverfassung von Beteiligungskapital-Gesellschaften: Analyse des institutionellen Designs deutscher Venture Capital-Gesellschaften, Wiesbaden 1995.
- Zemke, I. (1998): Strategische Erfolgsfaktoren von Venture Capital- beziehungsweise Private-Equity-Gesellschaften, in: ZfgK, 51. Jg., 5/1998, S. 212-215.
- Zider, B. (1999): Wie Wagnisfinanziers denken und handeln, in: Harvard Business Manager, 41. Jg., 3/1999, S. 38-48.

Anhang

Anhang 1: Berechnung der durchschnittlichen Jahresrendite des REXP[®] und des DAX[®]

Stichtag	REXP [®]		DAX [®]	
	Indexstand	Jahresrendite	Indexstand	Jahresrendite
31.12.69	25,76		622,40	
31.01.70	25,67		582,20	
28.02.70	25,73		564,50	
31.03.70	25,45		572,70	
30.04.70	25,64		532,90	
31.05.70	25,46		485,80	
30.06.70	25,21		464,80	
31.07.70	25,83		492,50	
31.08.70	26,02		496,60	
30.09.70	26,02		486,70	
31.10.70	26,08		477,20	
30.11.70	26,47		458,20	
31.12.70	27,17	5,47 %	443,90	-28,68 %
31.01.71	27,75	8,10 %	511,90	-12,07 %
28.02.71	27,72	7,73 %	533,50	-5,49 %
31.03.71	27,83	9,35 %	538,50	-5,97 %
30.04.71	27,97	9,09 %	503,90	-5,44 %
31.05.71	28,02	10,05 %	515,60	6,13 %
30.06.71	27,76	10,12 %	506,20	8,91 %
31.07.71	27,98	8,32 %	523,70	6,34 %
31.08.71	28,35	8,95 %	499,80	0,64 %
30.09.71	28,67	10,18 %	480,00	-1,38 %
31.10.71	28,99	11,16 %	441,60	-7,46 %
30.11.71	29,17	10,20 %	447,50	-2,34 %
31.12.71	29,49	8,54 %	473,50	6,67 %
31.01.72	30,21	8,86 %	503,80	-1,58 %
29.02.72	30,66	10,61 %	544,00	1,97 %
31.03.72	30,53	9,70 %	560,40	4,07 %
30.04.72	30,21	8,01 %	548,50	8,85 %
31.05.72	30,57	9,10 %	562,50	9,10 %
30.06.72	30,39	9,47 %	549,30	8,51 %
31.07.72	30,64	9,51 %	586,50	11,99 %
31.08.72	30,91	9,03 %	574,60	14,97 %
30.09.72	31,12	8,55 %	555,00	15,63 %
31.10.72	30,69	5,86 %	545,20	23,46 %
30.11.72	30,60	4,90 %	549,30	22,75 %
31.12.72	30,69	4,07 %	536,40	13,28 %
31.01.73	30,92	2,35 %	558,10	10,78 %
28.02.73	31,26	1,96 %	543,20	-0,15 %
31.03.73	31,18	2,13 %	572,50	2,16 %
30.04.73	30,99	2,58 %	542,50	-1,09 %
31.05.73	30,52	-0,16 %	485,70	-13,65 %

Stichtag	REXP [®]		DAX [®]	
	Indexstand	Jahresrendite	Indexstand	Jahresrendite
30.06.73	30,31	-0,26 %	474,80	-13,56 %
31.07.73	30,22	-1,37 %	448,90	-23,46 %
31.08.73	31,03	0,39 %	448,90	-21,88 %
30.09.73	31,03	-0,29 %	435,50	-21,53 %
31.10.73	31,44	2,44 %	470,70	-13,66 %
30.11.73	31,61	3,30 %	409,60	-25,43 %
31.12.73	31,70	3,29 %	396,30	-26,12 %
31.01.74	31,97	3,40 %	433,40	-22,34 %
28.02.74	31,28	0,06 %	400,30	-26,31 %
31.03.74	31,40	0,71 %	399,90	-30,15 %
30.04.74	31,65	2,13 %	425,00	-21,66 %
31.05.74	31,49	3,18 %	413,10	-14,95 %
30.06.74	31,69	4,55 %	397,70	-16,24 %
31.07.74	31,87	5,46 %	395,70	-11,85 %
31.08.74	32,12	3,51 %	395,40	-11,92 %
30.09.74	32,26	3,96 %	376,60	-13,52 %
31.10.74	32,61	3,72 %	384,90	-18,23 %
30.11.74	33,63	6,39 %	401,10	-2,08 %
...
30.11.98	224,53	11,58 %	5022,70	27,19 %
31.12.98	226,72	11,24 %	5002,39	17,70 %
31.01.99	229,95	10,98 %	5159,96	16,22 %
26.02.99	226,98	8,62 %	4911,81	4,28 %
31.03.99	228,61	9,27 %	4865,27	-4,65 %
30.04.99	231,69	10,96 %	5360,44	4,95 %
31.05.99	229,99	8,81 %	5068,59	-8,99 %
30.06.99	225,62	5,91 %	5378,52	-8,80 %
30.07.99	223,94	4,30 %	5101,87	-13,25 %
31.08.99	223,25	1,44 %	5270,77	9,04 %
30.09.99	222,11	-0,22 %	5149,83	15,09 %
31.10.99	221,59	-0,42 %	5525,40	18,29 %
30.11.99	222,57	-0,87 %	5880,19	17,07 %
31.12.99	222,31	-1,94 %	6958,14	39,10 %
31.01.00	220,63	-4,05 %	6827,69	32,32 %
29.02.00	222,25	-2,08 %	7694,77	56,66 %
31.03.00	224,69	-1,72 %	7706,01	58,39 %
30.04.00	225,09	-2,85 %	7414,68	38,32 %
31.05.00	225,62	-1,90 %	7184,21	41,74 %
30.06.00	227,33	0,76 %	6898,21	28,25 %
31.07.00	227,46	1,57 %	7226,29	41,64 %
31.08.00	227,27	1,80 %	7179,76	36,22 %
30.09.00	229,65	3,39 %	6798,12	32,01 %
31.10.00	231,06	4,27 %	6937,47	25,56 %
30.11.00	234,25	5,25 %	6485,39	10,29 %
31.12.00	237,55	6,86 %	6433,61	-7,54 %
Durchschnittsrendite	-	7,65 %	-	11,02 %

Anhang 2: Fragebogen zur empirischen Studie

Empirische Studie: „Venture Capital“ und „Private Equity“ als Leistungsangebot im Firmenkundengeschäft					
1. Institutsangaben					
Institutsname: _____					
Position des Befragten: _____					
Bilanzsumme: _____ Mio. DM		Kreditvolumen: ca. _____ Mio. DM		Anzahl Mitarbeiter: _____	
2. Bitte beurteilen Sie folgende Aussagen zu den Marktstrukturen und Veränderungen im Firmenkundengeschäft.					
		trifft zu	←→	trifft nicht zu	
Die Bedeutung klassischer Kreditfinanzierungen wird abnehmen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Die Ertragslage im Firmenkundengeschäft wird sich weiter verschlechtern.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Firmenkundenkredite sind Standardprodukte mit geringem Differenzierungspotenzial.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Hohe Margen sind insbesondere mit Spezialdienstleistungen realisierbar.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Basel II wird im Firmenkundensegment zu einer restriktiveren Kreditvergabe führen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Die Eigenkapitalquote der Firmenkunden ist im Durchschnitt zu niedrig.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Durch eine Erhöhung der Eigenkapitalquote kann das Rating verbessert werden.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Eine mittelständische Bank muss Eigenkapital anbieten bzw. vermitteln können.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Sparkassen und Kreditgenossenschaften haben den besten Zugang zum Mittelstand.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
3. Bitte beurteilen Sie folgende Aussagen zu den Potenzialen und Entwicklungstendenzen des Marktes für Beteiligungskapital.					
		trifft zu	←→	trifft nicht zu	
In Deutschland entwickelt sich eine neue Unternehmerkultur.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Die Nachfolgeproblematik im Mittelstand wird zusätzliches Wachstum induzieren.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Die Eigenkapitalausstattung der Wirtschaft wird sich international harmonisieren.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Beteiligungskapital wird in Deutschland eine ähnliche Bedeutung wie in den USA erlangen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Das Marktwachstum wird stagnieren, da ein geeigneter Exit-Kanal fehlt.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Internationale VC-Fonds und Investmentbanken drängen auf den deutschen Markt.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Die künftige Steuerbefreiung von Beteiligungsgewinnen ist ein starker Wachstumsimpuls.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Venture Capital / Private Equity ist als Anlageprodukt für Kunden vorstellbar.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
4. Wie schätzen Sie die Chancen regionaler Kreditinstitute in den verschiedenen Segmenten der Venture-Capital- bzw. Private-Equity-Finanzierung ein?					
... differenziert nach Finanzierungsanlässen					
		gering	←→	groß	
Seed-Finanzierung (Grundlagenentwicklung, Produktkonzept, Marktanalyse)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Start-Up-Finanzierung (Unternehmensgründung, Produktionsreife, Marketingkonzept)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Expansions-Finanzierung (Marktdurchdringung, Diversifikation, Wachstum)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Brückenfinanzierung Unternehmensverkauf / Nachfolgeproblem	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Brückenfinanzierung Management-Buy-In / -Buy-Out / Leverage-Buy-Out / M&A	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Brückenfinanzierung Börsengang	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Turn-Around-Finanzierung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Going-Private	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... differenziert nach Branchen					
		gering	←→	groß	
High-Tech-Unternehmen ("New Economy")	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Klassische Firmenkunden ("Old Economy")	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Ihr Ansprechpartner: Thomas Bredeck, Tel.: 0251/97128-212, E-Mail: tbredeck@zeb.de					
Seite 1 von 3					

Empirische Studie: „Venture Capital“ und „Private Equity“ als Leistungsangebot im Firmenkundengeschäft

5. Welche zentralen Problemfelder sehen Sie für ein Geschäftsfeld „Venture Capital“ bzw. „Private Equity“?

	proble- matisch	←	→	unproble- matisch
Kosten des Geschäftsfeldaufbaus	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Ausfallrisiko der Beteiligungsfinanzierung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Know-How / Mentalität der Kundenberater	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Zu wenig gute Gelegenheiten zur Beteiligungsfinanzierung ("Deal Flow")	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Akzeptanzprobleme aufgrund einer „Herr-im-Haus“-Mentalität der Firmenkunden	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Keine geeigneten Exit-Möglichkeiten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Lange Laufzeiten der Beteiligungen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Controlling des Geschäftsfeldes	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Interessenkonflikte (gleichzeitig Gläubiger und Gesellschafter)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Aufsichtsrechtliche Restriktionen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Kapitalersatzrecht (eigenkapitalersetzende Gesellschafterdarlehen)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Ergänzungen:

6. Wie beurteilen Sie das Angebot an staatlichem Beteiligungskapital?

	trifft zu	←	→	trifft nicht zu
Der Umfang der Förderprogramme ist ausreichend.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Das Angebot ist schwer zu überschauen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Die Programme werden von Kunden aktiv nachgefragt.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Die Programme werden von uns aktiv angeboten.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Ergänzungen:

7. Wie beurteilen Sie das Angebot ihrer Zentralbank im Bereich Venture Capital / Private Equity?

	trifft zu	←	→	trifft nicht zu
Das Angebot ist uns vollständig bekannt.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... gewährleistet eine Kundenbetreuung "aus einer Hand".	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... lässt uns ausreichend an den Erträgen partizipieren.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... entspricht unseren qualitativen Vorstellungen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... entspricht vom Leistungsumfang unseren Vorstellungen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... hat für uns bisher keine Relevanz.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Ergänzungen:

8. Wie viele Anfragen hinsichtlich Venture-Capital- bzw. Private-Equity-Beteiligungen haben Sie bereits an ihre Zentralbank bzw. deren Tochtergesellschaft weitergeleitet? Anzahl: _____

9. Wie hoch war die Zusagequote seitens der Zentralbank? ca.: _____%

Ergänzungen zu 8 und 9:

Ihr Ansprechpartner: Thomas Bredeck, Tel.: 0251/97128-212, E-Mail: tbredeck@zeb.de Seite 2 von 3

Empirische Studie: „Venture Capital“ und „Private Equity“ als Leistungsangebot im Firmenkundengeschäft

10. Ist Ihr Haus bisher im Venture-Capital- bzw. Private-Equity-Markt investiert?

Anzahl **direkter** Beteiligungen: _____ Anzahl **indirekter** Beteiligungen: _____

Betreuung durch Kreditberater über eigene Tochtergesellschaft

Betreuung durch Spezialisten über gemeinsame Tochtergesellschaft

Ergänzungen:

11. Wie beurteilen Sie Ihr Engagement im Beteiligungskapitalmarkt? trifft zu ← → trifft nicht zu

Die bisherigen Aktivitäten konnten die wirtschaftlichen Erwartungen erfüllen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... sind eine wertvolle Erfahrung und verschaffen uns einen Wettbewerbsvorteil.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... wurden vom Markt gut angenommen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Ergänzungen:

12. Beurteilen Sie bitte nachfolgende Organisationsformen u. Strategien des Venture-Capital- bzw. Private-Equity-Geschäfts ge-eignet ← → unge-eignet

Direkte Beteiligung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Gründung einer eigenen Tochtergesellschaft	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Gemeinsame Tochtergesellschaft mit anderen Kreditinstituten des eigenen Sektors	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Tochtergesellschaft in sektorübergreifender Kooperation	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Tochtergesellschaft mit Venture-Capital- / Private-Equity-Gesellschaften	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Kooperation mit Zentralbanken; Kundenbetreuung ausschließlich durch das Primärinstitut (Relationship-Management-Ansatz / „Hausarztprinzip“)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Kooperation mit Zentralbanken; Kunde wird für das Beteiligungsgeschäft übergeleitet („Facharztprinzip“)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Fokussierung der Aktivitäten auf bestimmte Branchen und Finanzierungsphasen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Keine Spezialisierung, um die Kapazitäten auszulasten und das Risiko zu streuen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Ergänzungen:

13. Welche Aktivitäten planen Sie im Bereich Venture Capital / Private Equity für die nächsten 5 Jahre?

Keine Aktivitäten geplant Konsolidierung bestehender Aktivitäten

Erwarten Initiative seitens der Zentralbank Eigenständiger Aufbau eines Geschäftsfeldes

Intensivierung bestehender Aktivitäten Geschäftsfeldaufbau in Kooperation

Ergänzungen:

14. Welches Volumen halten Sie im Bereich Venture Capital / Private Equity für Ihr Haus auf Sicht von 5 Jahren für realistisch? _____ Mio. DM

Ergänzungen:

*Vielen Dank, dass Sie sich die Zeit genommen haben, den Fragebogen auszufüllen!
Bitte senden Sie den Fragebogen – wenn möglich – bis zum 31.10.2001 zurück.
Hierzu können Sie den vorbereiteten Rückumschlag verwenden.*

Ihr Ansprechpartner: Thomas Bredeck, Tel.: 0251/97128-212, E-Mail: tbredeck@zeb.de Seite 3 von 3

Curriculum vitae

Thomas Markus Bredeck wurde am 14.11.1969 als Sohn des Kaufmanns Hans Bredeck und der Kauffrau Gisela Bredeck (geb. Michel) in Marl geboren. Die Schule hat er mit dem Abitur im Mai 1989 am Gymnasium im Loekamp in Marl abgeschlossen. Danach absolvierte er eine Ausbildung zum Bankkaufmann bei der Volksbank Marl-Recklinghausen eG. Dem anschließenden einjährigen Grundwehrdienst folgte von 1993 bis 1997 das Studium der Betriebswirtschaftlehre an der Westfälischen Wilhelms-Universität in Münster. Das Studium wurde mit dem Prädikat „sehr gut“ abgeschlossen. Während des Studiums hat er diverse Praktika absolviert, an verschiedenen Forschungsprojekten mitgewirkt und als Dozent für ein EDV-Schulungsunternehmen gearbeitet. Seit November 1997 ist er bei zeb/rolfes.schierenbeck.associates – einer auf den Finanzdienstleistungssektor spezialisierten Unternehmensberatung – als Berater tätig. Die Promotion zum Doktor der Staatswissenschaften erfolgte berufsbegleitend bei Prof. Dr. Dr. h.c. Henner Schierenbeck am Lehrstuhl für Bankmanagement und Controlling der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Basel.